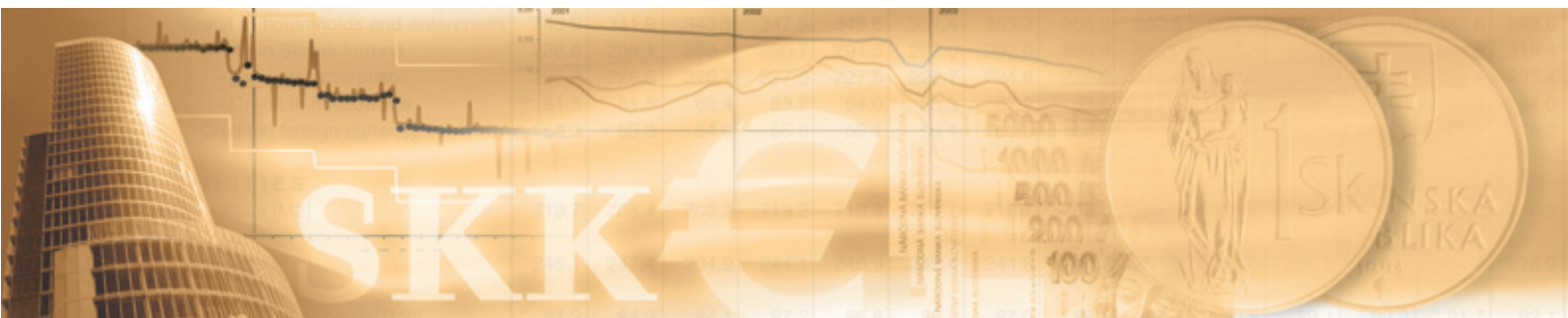


A. VONKAJŠIE EKONOMICKÉ PROSTREDIE



1. SVETOVÁ EKONOMIKA

Globálne trendy vývoja produkcie a cien

Vývoj svetovej ekonomiky bol v prvom polroku 2003 nepriaznivo poznačený geopolitickými neistotami a dôsledkami epidémie SARS, ale v druhom polroku sa dynamika rastu zrýchlila. Rýchly rast priemyselnej produkcie bol sprevádzaný oživením medzinárodného obchodu, postupne sa obnovovala podnikateľská a spotrebiteľská dôvera. Celkovo za rok 2003 svetová produkcia vzrástla o 3,9 %. V rámci globálneho vývoja sa však prehĺbili nerovnováhy medzi jednotlivými regiónmi svetovej ekonomiky. Predovšetkým sa opäť zvýšil deficit bežného účtu USA a výrazne sa oslabil americký dolár.

Oživenie svetovej ekonomiky bolo výsledkom zrýchlenia rastu v USA a Ázii, kde okrem prudkej expanzie ekonomiky Číny sa na rastovú trajektóriu dostala opäť aj ekonomika Japonska. K ďalšiemu spomaleniu rastu naopak došlo v eurozóne. Transformujúce sa ekonomiky strednej a východnej Európy si aj v roku 2003 udržali relatívne vysoké tempo rastu. Značné zrýchlenie rastu zaznamenalo Rusko.

Všeobecným faktorom rastu globálnej produkcie boli uplatňované expanzívne hospodárske

politiky a rýchly rast súkromnej spotreby. Rast podnikateľských investícií bol v jednotlivých regiónoch svetovej ekonomiky značne diferencovaný. Oživovanie globálnej ekonomiky nevyvolalo v skupine priemyselne vyspelých štátov podstatnejšie inflačné tlaky, vzhľadom na rýchly rast produktivity osobitne v USA, ale aj na pretrvávajúce neúplné využitie kapacít. Spotrebiteľské ceny v tejto skupine krajín medziročne vzrástli o 1,8 %, čo je iba o niečo viac ako v roku 2002, keď sa zvýšili o 1,5 %.

Na komoditných trhoch sa odzrkadlili geopolitické napätia, cyklická situácia a ponukové šoky. Cena ropy kulminovala v apríli, keď prevýšila 34 USD za barel, jej následný pokles brzdila pomalšia než očakávaná obnova ťažby v Iraku, ale aj nízke stavy zásob ropy a „zadržaný“ dopyt najmä v priemyselne vyspelých krajinách. K jej výraznejšiemu poklesu došlo až v septembri. V celoročnom priemere sa cena ropy zvýšila o 15,8 % na 28,9 USD za barel, pričom podstatná časť zvýšenia bola dôsledkom permanentnej depreciaácie USD. Ceny neenergetických surovín v ročnom priemere vzrástli o 7,8 %, na ich rast okrem cyklického faktora a vývoja kurzu dolára mal výrazný vplyv prudko expandujúci dopyt v Číne.

Na medzinárodných devízových trhoch dominovala v roku 2003 pokračujúca tendencia zhodnocovania eura voči hlavným menám. Najsilnej-

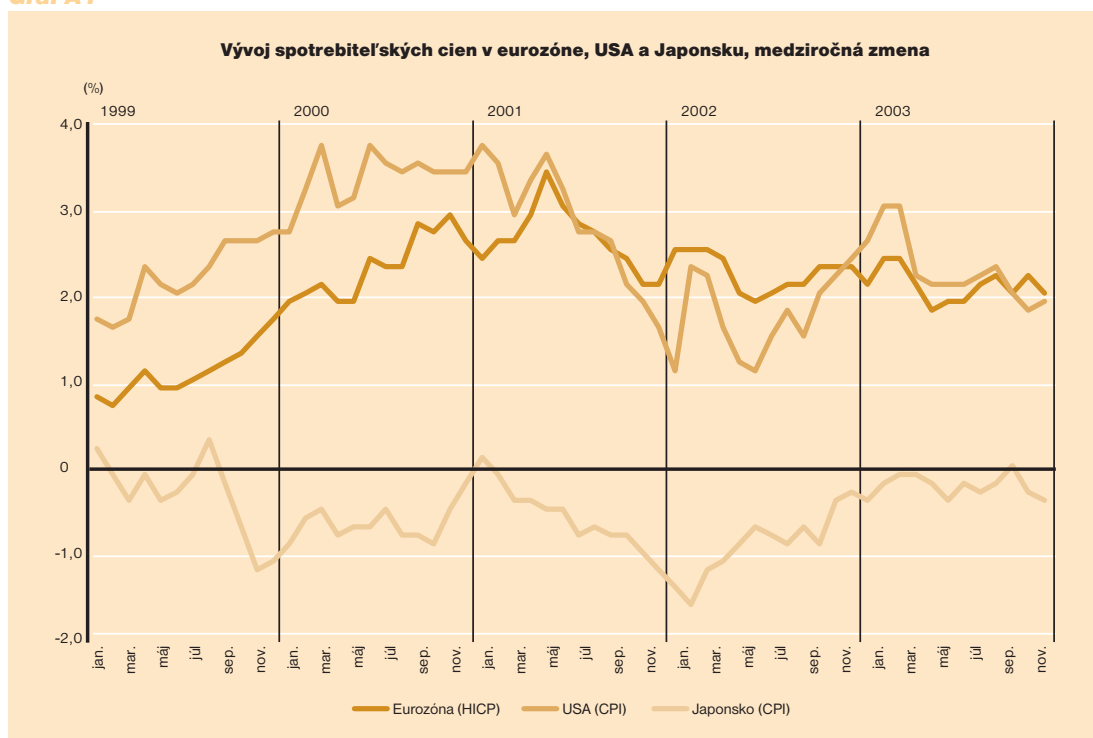
Tabuľka A1 Vývoj svetovej produkcie (medziročný rast v %)

	2002	2003	2004 ^{1/}
Svetová produkcia	3,0	3,9	4,6
Vyspelé ekonomiky	1,7	2,1	3,5
USA	2,2	3,1	4,6
Japonsko	-0,3	2,7	3,4
Európska únia (EÚ-15)	1,1	0,8	2,0
Eurozóna	0,9	0,4	1,7
Novoindustrializované ázijské krajiny	5,1	3,0	5,3
Stredná a východná Európa	4,4	4,5	4,5
Krajiny prístupujúce do EÚ (ACC-10)	2,4	3,6	4,0
Rusko	4,7	7,3	6,0
Čína	8,0	9,1	8,5
Brazília	1,9	-0,2	3,5

1/ Prognóza.

Zdroj: World Economic Outlook, apríl 2004; Economic Forecasts Spring 2004, European Economy č. 2, 2004.

Graf A1



šiu apreciáciu zaznamenalo euro voči americkému doláru a menám ázijských krajín naviazaným na americký dolár. Euro sa zhodnotilo aj voči japonskému jenu, britskej libe a švajčiarskemu franku, naopak oslabilo sa voči austrálskemu doláru. Kontinuálnu apreciáciu eura v lete dočasne prerušili pozitívne revidované očakávania trhov o hospodárskom oživení v krajinách mimo eurozóny. Koncom roka však euro opäť posilnilo v dôsledku narastajúcich obáv analytikov z neúmerneho prehlbovania globálnych regionálnych nerovnováh. Hlavnou obavou, ktorá sa premietla do výrazného medziročného oslabenia amerického dolára voči euru, sa stala problematika financovania deficitu bežného účtu USA. Dňa 30. decembra 2003 euro dosiahlo hodnotu 1,25 USD, čo bolo zhodnotenie takmer o 19,5 % oproti kurzu zo začiatku roka. Jeho priemerná úroveň za rok 2003 bola vyššia o vyše 32 % v porovnaní s priemernou úrovňou z roka 2002. Problematika financovania deficitu bežného účtu USA stála aj v popredí rokovaní skupiny G7 v Dubai, kde boli prednesené návrhy na zavedenie väčšej flexibility do výmenných kurzov s cieľom podporiť plynulú a všeobecnú adaptáciu finančného systému založeného na mechanizmoch trhu. Stretnutie v Dubai sa od-

zrkadlilo najmä v prechodnom silnom tlaku na apreciáciu japonského jenu. Aj z tohto dôvodu apreciácia eura voči jenu bola podstatne slabšia než voči americkému doláru: koncom roka 2003 kurz japonského jenu voči euru mal hodnotu 133,7, čo znamená medziročnú apreciáciu o 7,5 %; priemerná ročná úroveň kurzu eura voči jenu bola v roku 2003 o 13 % vyššia než v roku 2002.

Globálne trhy obligácií sa v roku 2003 vyznačovali značnou fluktuáciou výnosov, výnosy z obligácií hlavných ekonomík však mali v zásade rovnaký pohyb. Volatilita výnosov bola zapríčinená meniacimi sa názormi účastníkov trhu na výhľad hospodárskeho rastu, inflácie a následné reakcie menovej politiky. Geopolitické neistoty vyvolali v prvej polovici roka značné portfóliové presuny z akciových trhov na dlhopisové trhy. S oslabením neistôt a rastúcimi známkami oživenia v hlavných ekonomikách došlo v druhej polovici roka k čiastočnému obratu medzitrhových tokov. Súhrnne za rok 2003 výnosy z desaťročných vládnych obligácií eurozóny a USA vzrástli zhruba o 10, resp. 50 bazických bodov a v posledných týždňoch roka dosiahli zhodne 4,3 %. Väčšinu roka sa však výnosy z amerických

vládných obligácií voči výnosom z dlhodobých obligácií eurozóny nachádzali v zápornom teritóriu. Výnosy z japonských dlhodobých obligácií sa pohybovali približne rovnako ako výnosy z obligácií USA a eurozóny, avšak na podstatne nižších úrovniach (v polovici júna sa dostali na historické minimum 0,4 %). Ku koncu roka boli na úrovni 1,4 %.

Ceny na hlavných akciových trhoch po ukončenej korekcii vysokých úrovní z roka 2000 v roku 2003 opäť vzrástli. Vývoj širokých indexov akciových trhov USA, eurozóny a Japonska bol počas roka v zásade zhodný. „Prelet“ od akcií k obligáciám, ktorý okrem geopolitických a ekonomických neistôt bol spôsobený aj obavami o kvalitu ziskov korporácií vzhľadom na ďalšie účtovné škandály, vyvolal v prvom štvrťroku pokles cien akcií. Po zvyšnú časť roka ceny akcií mali rastúci trend, stimulovaný priaznivejšími vyhládkami investorov. Celkovo za rok 2003 ceny akcií v USA merané indexom Standard and Poor's 500 vzrástli o 26 %. Ceny akcií v Japonsku merané indexom Nikkei 225 vzrástli o 24 %. V eurozóne index Dow Jones EURO STOXX stúpil o 18 %.

Ekonomický vývoj v hlavných menových oblastiach: USA, Japonsko, eurozóna

Oživenie ekonomiky **USA** nastúpené v roku 2002 sa začiatkom roka 2003 spomalilo v dôsledku geopolitických neistôt okolo vojny v Iraku a súvisiaceho nepriaznivého vývoja podnikateľskej a spotrebiteľskej dôvery. V druhej polovici roka sa rast ekonomiky podstatne zrýchlil. Rast HDP v roku 2003 dosiahol 3,1 % (v roku 2002 2,2 %). Hlavný podiel na raste ekonomiky mala pretrvávajúca vysoká úroveň výdavkov domácností, podporená znížením daní a priaznivými podmienkami hypotekárneho financovania. Reálna súkromná spotreba vzrástla o 3,1 %. Vysoká úroveň spotreby sa udržiavala aj napriek zhoršujúcim sa podmienkam na trhu práce: miera nezamestnanosti dosiahla 6 % (v roku 2002 5,8 %). Reálne domáce investície najmä vďaka silnému

trhu bývaní vzrástli o 5,1 %. Po dvoch rokoch poklesu vzrástli o 4,3 % aj podnikateľské investície, podporené priaznivými podmienkami financovania, rastúcimi ziskami a vyhládkami ďalšieho zvyšovania dopytu. Rast domáceho dopytu v roku 2003 sa odzrkadlil na ďalšom prehĺbení deficitu bežného účtu, ktorý prevýšil 5 % HDP. Vývoj spotrebiteľských cien a cien výrobcov zaznamenal v roku 2003 zrýchlenie inflácie na 2,3 %, resp. 3,2 % oproti 1,6 % a -1,3 % v roku 2002. Po korekcii o efekty cien energií však inflačné tlaky boli vo všeobecnosti zanedbateľné vzhľadom na rýchly rast produktivity a nízke využitie kapacít.

Po dvoch rokoch stagnácie až reálneho poklesu výkonnosti sa ekonomika **Japonska** v roku 2003 vďaka vývozu a súkromným investíciám dostala na zreteľnejšiu rastovú trajektóriu s výsledným rastom HDP o 2,7 %. Takmer polovicu celkového prírastku exportu vytvoril export do Číny, z komoditného hľadiska najvyššiu dynamiku zaznamenal export všeobecného strojárstva a elektrotechniky, čo sa odzrkadlilo v rýchлом raste priemyselnej produkcie v relevantných odvetviach. Rast súkromných investičných výdavkov mal prevažne nerezidentský pôvod. Výdavky na súkromnú spotrebu boli relatívne nízke vzhľadom na pretrvávajúcu nepriaznivú situáciu na trhu práce s mierou nezamestnanosti na úrovni 5,3 %. Deflačné tlaky v cenovom vývoji sa zmiernili, avšak ani v roku 2003 sa ich nepodarilo prekonať. Index spotrebiteľských cien sa v ročnom priemere znížil o 0,3 % (oproti -0,9 % v roku 2002).

Rast HDP **eurozóny** sa medziročne opäť spomalil a v roku 2003 dosiahol 0,4 % (v roku 2002 0,9 %). Oživenie ekonomiky zaostalo za očakávaniami, po troch štvrťrokoch stagnácie sa presadilo až v druhej polovici roka 2003. Priaznivé efekty zvyšujúceho sa zahraničného dopytu na export z eurozóny do značnej miery eliminovala apreciacia eura. Príspevok čistého exportu k rastu HDP, aj v dôsledku prudkého rastu dovozov v poslednom štvrťroku, tak dosiahol zápornú hodnotu 0,6 percentuálneho bodu. Výhradný podiel domáceho dopytu na raste HDP eurozóny

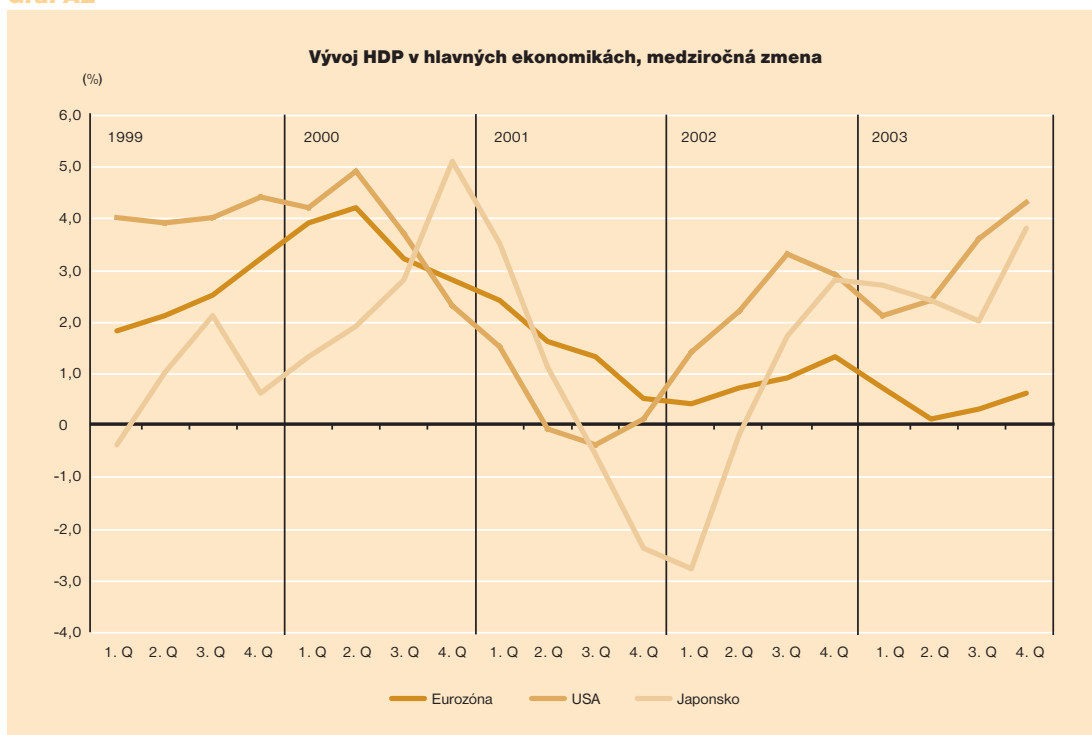
v roku 2003 bol spôsobený vo veľkej miere obnovou zásob, ktorých stav sa po dva roky znižoval. Príspevok zmeny stavu zásob k rastu HDP v roku 2003 dosiahol 0,3 percentuálneho bodu. Konečný domáci dopyt bol väčšiu časť roka v útlme a jeho príspevok k rastu HDP bol 0,7 percentuálneho bodu. Tvorba fixného kapitálu sa znižovala, avšak klesajúcou dynamikou, a v poslednom štvrtroku nadobudla kladnú mieru rastu. Súkromná spotreba naopak z mierneho rastu na začiatku roka prešla postupne do stagnácie.

Rovnako ako v ostatných častiach svetovej ekonomiky boli neistoty súvisiace s vojnou v Iraku hlavným faktorom oslabeného domáceho dopytu v eurozóne v prvej polovici roka 2003. Obavy z budúceho vývoja prevážili nad priaznivými domácimi investičnými a spotrebiteľskými podmienkami vytvorenými nízkou úrovňou úrokových sadzieb a apreciácia eura navyše zvyšovala reálny dôchodok. Hlavný podiel na raste HDP eurozóny malo oživenie v priemysle v druhej polovici roka vďaka rozšíreniu exportných príležitostí. Výkonnosť sektora trhových služieb bola relatívne slabá a zaostala aj za úrovňou z recesie z roku 1993.

Najväčšia ekonomika eurozóny – ekonomika Nemecka – sa po väčšiu časť roka nachádzala v stave recesie. Náznaky mierneho oživenia sa objavili v druhej polovici roka vďaka zrýchleniu exportnej výkonnosti. K oživeniu finálneho domáceho dopytu došlo iba v segmente investičných zariadení, stabilizujúcim prvkom bolo aj zastavenie niekoľkoročného poklesu produkcie v stavebníctve. Spotreba, najmä v dôsledku silného poklesu maloobchodného predaja a registrovaných nových automobilov, naďalej klesala. Nízka úroveň spotrebiteľskej dôvery bola spôsobená skeptickými očakávaniami ohľadne dôchodkového vývoja po prerušení niektorých špeciálnych platieb, ale aj obavami z dosahov reformy zdravotníctva (čiastočný prechod na platené služby) a všeobecnou neistotou v súvislosti s ďalšími opatreniami na posilnenie efektívnosti sociálnych systémov. Celoročný pokles rastu HDP o 0,1 % bol výsledkom podstatného poklesu domáceho dopytu, ako aj čistého exportu, ktorý do značnej miery vyrovnal prírastok zásob.

K spomaleniu rastu došlo v roku 2003 vo väčšine krajín eurozóny, okrem Belgicka, Špa-

Graf A2



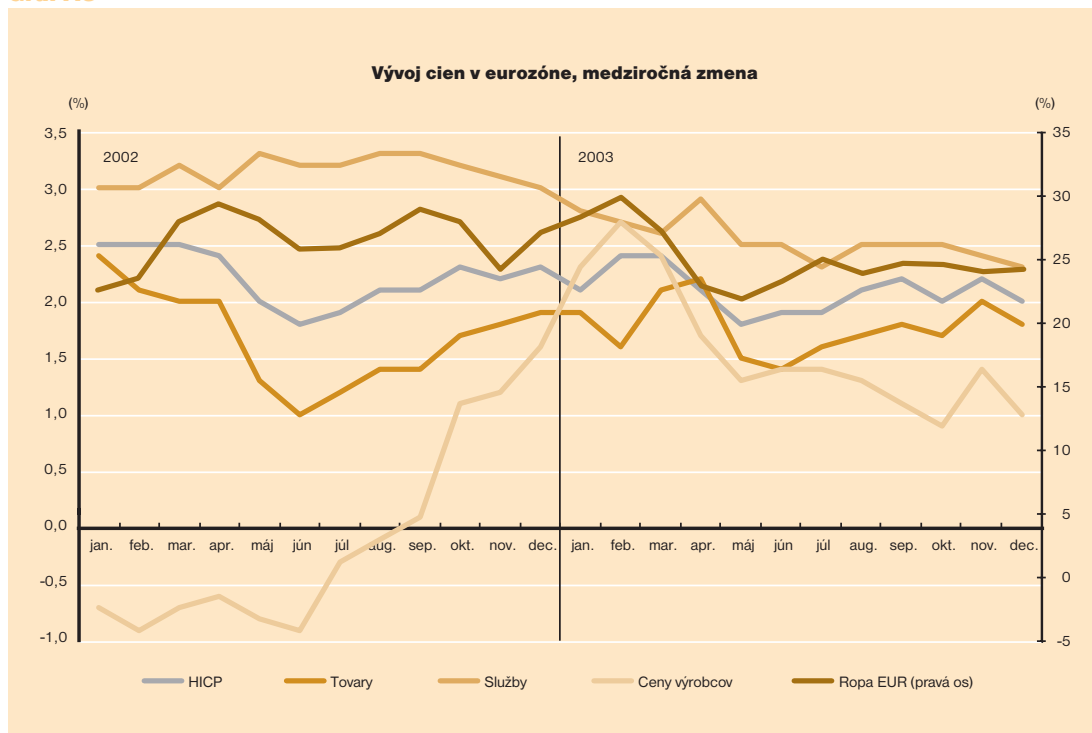
nielska a Grécka, kde sa tempo rastu HDP oproti roku 2002 o niečo zrýchliło, a Talianska, kde zostalo v podstate nezmenené. Najvyšší rast zaznamenalo Grécko (4,7 %), nasledovalo Španielsko (2,4 %), Fínsko (1,6 %), Írsko a Luxembursko (1,2 %), Belgicko (1,1 %), Rakúsko (0,7 %). Mierne nižší než priemerný rast HDP za eurozónu (0,4 %) vykázalo Taliansko (0,3 %) a rastový trend si udržalo ešte Francúzsko (0,2 %). Tri krajiny zaznamenali absolútny pokles reálneho HDP: Nemecko (-0,1 %), Holandsko (-0,8 %) a Portugalsko (-1,3 %).

Rozdielne tempá hospodárskeho rastu medzi krajinami eurozóny odzrkadľovali najmä rozdiely v reálnom domácom dopyte a v reálnych cenách bývania v jednotlivých krajinách. Zatiaľ čo v Nemecku dopyt aj ceny bývania stagnovali, v Grécku, Írsku a Španielsku expandovali. Uvedené rozdiely boli do istej miery podmienené pretrvávajúcimi rozdielmi v reálnych úrokových diferenciáloch spôsobených jednotnou úrovňou úrokových sadzieb v eurozóne v podmienkach rozdielnej inflácie v členských štátoch.

Priemerná inflácia v eurozóne meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP) dosiahla v roku 2003 2,1 % a oproti predchádzajúcemu roku sa znížila o 0,2 percentuálneho bodu. Spomalenie rastu cien bolo podmienené predovšetkým nižším priemerným ročným rastom cien neenergetických priemyselných tovarov a služieb. Pohyb HICP v priebehu roka odzrkadľoval vývoj jeho volatilnejších zložiek, t. j. najmä cien energií a nespracovaných potravín. Rast cien ropy denominovaných v amerických dolároch však priebežne utlmovala apreciácia eura. Nákladové tlaky v priebehu roka boli slabé, hoci v prvom štvrtroku v dôsledku poklesu rastu produktivity práce súvisiaceho s nízkou úrovňou hospodárskej aktivity sa zrýchlil rast jednotkových nákladov práce. Táto tendencia sa zastavila s oživovaním ekonomiky.

K pomerne výraznému zvýšeniu došlo v skupine cien spracovaných potravín, najmä v dôsledku zvýšenia cien tabaku a nepriamych daní v niektorých krajinách, čo sa premietlo do príspevku tejto zložky k celkovej inflácii vo výške 0,4 percentuálneho bodu.

Graf A3



Charakteristickou črtou cenového vývoja v eurozóne v roku 2003 bolo postupné spomaľovanie rastu cien služieb, ktoré výrazne rástli v roku 2002. Medziročný nárast cien služieb v decembri 2003 dosiahol 2,3 % (v decembri 2002 3,0 %). Príspevok rastu cien služieb k celkovej HICP inflácii v roku 2003 bol 1 percentuálny bod, t. j. zhruba polovica. Miera inflácie v skupine neenergetických priemyselných tovarov sa medziročne udržiavala na úrovni okolo 0,8 %, (v roku 2002 1,2 %), čo znamenalo príspevok tejto skupiny k celkovému cenovému indexu vo výške 0,2 percentuálneho bodu.

Rast cien priemyselných výrobcov (bez stavebníctva) sa v priebehu roka 2003 spomaľoval, odzrkadľujúc efekty apreciacie výmenného kurzu eura na ceny ropy a ďalších komodít, ako aj nízku úroveň hospodárskej aktivity. V ročnom priemere sa ceny výrobcov v eurozóne zvýšili o 1,6 %. Ani vývoj mzdových nákladov v hlavných sektoroch ekonomiky neobsahoval inflačné riziká. Rast odmien zamestnancov v priemysle mal v priebehu roka klesajúcu tendenciu, ktorá súvisela s nízkou mierou priemyselnej aktivity. Vývoj mzdových nákladov v sektore služieb bol v podstate stabilizovaný a vzhľadom na vyšší podiel pracovných nákladov v tomto sektore bol faktorom relatívne rovnomerného vývoja cien služieb počas roka.

Rast spotrebiteľských cien (HICP) v jednotlivých krajinách eurozóny sa v roku 2003 pohyboval v intervale od 1,0 % do 4,0 %. Najvyššia inflácia bola v Írsku (4,0 %), Grécku (3,4 %), Portugalsku (3,3 %), Španielsku (3,1 %) a Taliansku (2,8 %). Infláciu bližšie k priemeru eurozóny (2,1 %) zaznamenali Luxembursko (2,5 %), Francúzsko a Holandsko (2,2 %). Krajiny s najnižšou mierou inflácie boli Belgicko (1,5 %), Fínsko a Rakúsko (1,3 %) a Nemecko (1,0 %).

Napriek spomaleniu tempa rastu HDP nezaznamenal trh práce v eurozóne v roku 2003 podstatnejšie výkyvy. Zamestnanosť bola počas roka pomerne stabilná a podľa predbežných údajov vzrástla v ročnom priemere o 0,1 – 0,2 %.

Zo sektorového hľadiska bol vývoj rozdielny: v priemysle zamestnanosť klesala, bola však plne absorbovaná tvorbou pracovných miest v sektore služieb. Istú zmenu v správaní trhu práce eurozóny indikuje klesajúci počet odpracovaných hodín na zamestnanca. Znižovanie počtu odpracovaných hodín začína fungovať ako nový, flexibilnejší regulátor zamestnanosti v obdobiach hospodárskeho poklesu, zatiaľ čo v minulosti sa spomalenie rastu prejavovalo priamo v adaptácii zamestnanosti. Priemerná miera nezamestnanosti v eurozóne v roku 2003 vzrástla na 8,8 % (v roku 2002 8,4 %). Miera nezamestnanosti vzrástla vo väčšine krajín eurozóny, výnimkou bolo Taliansko, kde došlo k jej poklesu, a Grécko, Fínsko, Rakúsko a Španielsko, kde zostala zhruba na úrovni predchádzajúceho roka. Najnižšiu mieru nezamestnanosti zaznamenali Luxembursko a Holandsko (4,1 % a 4,2 %), dlhodobo najvyššia je v Španielsku (11,3 %).

Výsledky externého sektora eurozóny v roku 2003 charakterizuje prebytok bežného účtu vo výške 28,1 mld. EUR (0,4 % HDP), ktorý sa však v porovnaní s rokom 2002 podstatne znížil (67,1 mld. EUR, 0,9 % HDP). Zníženie prebytku bolo výsledkom poklesu prebytku obchodnej bilancie a zvýšenia deficitu na dôchodkovom účte (spôsobeného najmä apreciaciou eura). Dovoz tovarov zostal približne na úrovni roka 2002, čo znamená, že redukcia tovarového prebytku bola výsledkom poklesu hodnoty exportu tovarov z eurozóny. Pokles hodnoty exportu bol spôsobený predovšetkým znížením exportných cien, ktorým exportéri z eurozóny vyrovnávali straty cenovej konkurencieschopnosti vyvolané apreciaciou eura. Objem exportu sa znižoval iba v prvom štvrtroku, potom s rastúcim oživovaním zahraničného dopytu začal opäť rásť.

Finančný účet platobnej bilancie eurozóny zaznamenal v roku 2003 čistý odlev 9,3 mld. EUR, zatiaľ čo v roku 2002 dosiahol čistý prílev 61,9 mld. EUR. Tento výsledok bol spôsobený nižším čistým prílevom portfóliových investícií (medziročne o 91,6 mld. EUR), ktorý iba čiastočne vyrovnával pomalší čistý odlev priamych investícií (o 20,3 mld. EUR). Vývoj čistých portfólio-

vých investícií ovplyvnili predovšetkým transakcie v rámci dlhových nástrojov, ktoré medziročne zmenili smer a zaznamenali čistý odlev. Najmä v druhej polovici roka so zlepšujúcimi sa konjunkturnými vyhliadkami zahraniční investori začali masívne realokovať svoje portfóliá od nástrojov peňažného trhu do rizikovejších aktív. Zároveň sa znížil čistý prílev investícií do obligácií a dlhopisov. Výsledný pohyb priamych a portfóliových investícií eurozóny do majetkových cenných papierov v roku 2003 je možné charakterizovať zhruba rovnovážnou pozíciou. Investovanie do akcií bolo v prvej polovici roka príbrzdené ekonomickými a geopolitickými neistotami, ako aj epidémiou SARS. S opadávaním neistôt a oživením cien akcií sa investovanie do akcií postupne aktivovalo, priame zahraničné investície v eurozóne však zostali utlmené.

Pre tri štáty EÚ, ktoré nie sú členmi eurozóny (Dánsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo), vyplýva z Maastrichtskej zmluvy záväzok uplatňovať hospodársku politiku „vo veci spoločného záujmu“. Rovnako sú povinné dodržiavať fiškálne pravidlá Paktu stability a rastu. Ich národné centrálné banky sú členmi Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) a určujúcim cieľom ich menovej politiky je udržiavanie cenovej stability. Makroekonomický, fiškálny a menový vývoj, ako aj vývoj v oblasti výmenného kurzu týchto krajín preto podlieha pravidelnému hodnoteniu zo strany európskych inštitúcií.

Ekonomika Dánska v roku 2003 zaznamenala nulový rast HDP, ktorý bol výsledkom reálneho poklesu tak domáceho, najmä investičného dopytu, ako aj vývozu. Slabá hospodárska aktivita viedla k zvýšeniu miery nezamestnanosti o 1 percentuálny bod a dosiahla 5,6 %. Ročná miera inflácie (HICP) poklesla na 2 % vďaka zníženiu nepriamych daní a nízkym cenám energií súvisiacim s oslabením amerického dolára. Vo fiškálnej oblasti je Dánsko krajinou vykazujúcou rozpočtový prebytok. Ten sa v roku 2003 mierne znížil na 1,5 % HDP v dôsledku nižších daňových príjmov, ale aj zvýšenia nárokovateľných sociálnych výdavkov. Vládny dlh sa medziročne znížil na 45 % HDP. Dánsko je v súčasnosti jedinou

krajinou, ktorej mena funguje v mechanizme výmenných kurzov ERM II v dohodnutom režime fixnej väzby na euro, povoľujúcej fluktuáciu meny okolo jej centrálnej parity v úzkom pásme $\pm 2,25$ %. V roku 2003 sa dánska koruna pohybovala v úzkom pásme s marginálnym vychýlením do jeho apreciačnej polovice.

Rast HDP vo Švédsku v roku 2003 dosiahol 1,6 % a medziročne sa spomalil v dôsledku nízkej úrovne domácej spotreby a investícií v prvej polovici roka. Relatívne dobré výsledky zaznamenal export s nadpolovičným príspevkom k rastu HDP. Mierne zníženie zamestnanosti sa odzrkadlilo vo výraznom zvýšení produktivity práce; miera nezamestnanosti dosiahla 5,6 %. Priemerná ročná inflácia (HICP) dosiahla 2,3 %, inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien (CPI), ktorá je cieľovou veličinou švédskej centrálnej banky, sa medziročne znížila z 2,4 % na 2,1 %. Verejné financie zaznamenali zlepšenie a vyústili do prebytku rozpočtového salda vo výške 0,7 % HDP, zadlženosť vládneho sektora sa znížila na 51,8 % HDP. Švédska centrálna banka uplatňuje flexibilný režim výmenného kurzu a menovú politiku inflačného cielenia s explicitným cieľom ročného rastu CPI o 2 % s toleranciou ± 1 percentuálny bod. Švédska koruna fluktovala na úrovni okolo 9,2 SEK/EUR, v poslednom štvrtroku posilnila na 9,01 SEK/EUR. Referendum o zavedení eura vo Švédsku, ktoré sa konalo 14. septembra 2003, odmietlo účasť krajiny v eurozóne.

Ekonomika Spojeného kráľovstva zaznamenala v roku 2003 zrýchlenie rastu HDP na 2,3 %. Zrýchlenie rastu bolo výsledkom zníženia záporného príspevku čistého exportu, ktoré viac než vyvážalo zníženie príspevku domáceho dopytu. Na výraznom znížení záporného príspevku čistého exportu k rastu HDP (z -1,7 % v roku 2002 na -0,5 % v roku 2003) sa podieľali lepšie podmienky cenovej konkurencie (vzhľadom na oslabenie libry voči euru) a pokles dovozov do krajiny. Stabilné podmienky na trhu práce charakterizovala miera nezamestnanosti na úrovni 5,1 %. Priemerná miera inflácie HICP bola stabilizovaná a dosiahla 1,4 %. K podstatnému zhoršeniu došlo vo fiškálnom okruhu, keď deficit

verejných financií za rok 2003 dosiahol 3,2 % HDP (za rok 2002 1,6 % HDP). Prehĺbenie rozpočtového deficitu bolo spôsobené vysokými primárnymi výdavkami a výpadkami príjmov v dôsledku zmien v štruktúre HDP. Zvýšenie rozpočtového deficitu sa premietlo do zvýšenia zadĺženia vládneho sektora, ktoré v roku 2003 dosiahlo 39,8 %.

Britská centrálna banka uplatňuje menovú politiku v režime flexibilného výmenného kurzu s explicitným inflačným cieľom. Bank of England v roku 2003 trikrát menila svoju kľúčovú úrokovú sadzbu. Po opakovanom znížení o 25 bázických bodov v prvej polovici roka, pristúpila v novembri ku korekcii uskutočnenej redukcie a sadzbu zvýšila o 25 bázických bodov na výsledné 4 %. Zvýšenie bolo odôvodnené zlepšujúcimi sa vyhlídkami ekonomického vývoja, rýchlym rastom úverov a všeobecne rastúcimi inflačnými očakávaniami. S cieľom viac zosúladiť inflačné očakávania v domácej ekonomike s očakávaniami v eurozóne predefinovala Bank of England od decembra 2003 inflačný cieľ z národného CPI na HICP, ktorý pri sledovaní cenovej stability v eurozóne používa ECB. Nový inflačný cieľ je definovaný ako 12-mesačné zvýšenie HICP o 2 %.

Britská vláda v júni 2003 oznámila svoje rozhodnutie odložiť referendum o zavedení eura v Spojenom kráľovstve vzhľadom na to, že výsledky piatich ekonomických testov Štátnej pokladnice ukázali zatiaľ nedostatočnú mieru konvergencie a flexibility britskej ekonomiky na zvládanie potenciálnych problémov v menovej únii.

Menová politika a verejné financie

Úrokové miery v USA sa v roku 2003 udržiavali na historických minimách. Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC), motivovaný najmä rizikami nežiaduceho poklesu inflácie, v júni znížil cieľ pre sadzbu z federálnych fondov o 25 bázických bodov na 1 %. Na tejto úrovni ju ponechal do konca roka. Vo fiškálnej politike došlo medziročne k ďalšiemu uvoľneniu, čo sa odzrkadlilo v zvýšení fiškálneho deficitu z 1,5 %

HDP v roku 2002 na 3,5 % HDP v roku 2003. Hlavný podiel na tomto výsledku mali diskrétna opatrenia, v menšej miere automatická reakcia rozpočtu na cyklus.

Menová politika japonskej centrálnej banky vzhľadom na pretrvávajúci deflačný vývoj cien pokračovala v roku 2003 v špeciálnom režime kvantitatívnej peňažnej expanzie, v rámci ktorého v priebehu roka zdvojnásobila cieľový interval pre saldo pohľadávok na bežných účtoch vedených v Bank of Japan. Okrem toho na podporu financovania malých a stredných podnikov rozhodla o dočasnom nákupe aktívami krytých cenných papierov. V snahe presadiť vo fiškálnom sektore konsolidačný proces obmedzila vláda výdavky na verejné investície. Rozpočtový deficit sa však medziročne opäť zvýšil a dosiahol 8,2 % HDP. Dlhodobo enormný verejný dlh vzrástol na 166,1 % HDP.

Výkon menovej politiky ECB v prvom polroku 2003 bol ovplyvnený geopolitickými neistotami okolo vývoja na Strednom východe, rastom cien ropy a zneistenými finančnými tržmi. Po posúdení inflačných rizík, vývoja ročnej miery inflácie a nízkej úrovne ekonomickej aktivity, ktorá sa už od roku 2001 pohybovala pod úrovňou potenciálneho rastu HDP eurozóny, Rada guvernérov ECB dospela k záveru, že nejestvuje inflačný potenciál na ohrozenie cenovej stability v strednodobom horizonte.

Priaznivý výhľad pre cenovú stabilitu sa nepovažoval za ohrozený ani silnou monetárnou expanziou v roku 2003, ktorej časť sa pripisovala vysokej miere neistoty v ekonomike a na finančných trhoch a s tým súvisiacimi masovými presunmi portfólií do bezpečnejších krátkodobých likvidných aktív zahrnutých v agregáte M3. Akumulácia prebytočnej likvidity sa preto hodnotila ako prechodný jav.

V marci a júni ECB znížila kľúčové sadzby o 25 bázických bodov a 50 bázických bodov na výslednú historicky nízku úroveň 2 % pre hlavné refinančné operácie. Na tejto úrovni zostali do konca roka 2003, keďže výhľad cenovej stability

aj v podmienkach zrýchľujúceho sa oživenia zostával so zohľadnením pokračujúcej apreciácie eura priaznivý.

Výsledky fiškálneho sektora eurozóny sa tretí rok v poradí opäť zhoršili. Priemerný fiškálny deficit za eurozónu za rok 2003 dosiahol 2,7 % HDP (za rok 2002 2,3 % HDP). Zhoršenie fiškálnej pozície bolo predovšetkým výsledkom pôsobenia automatických stabilizátorov vo fáze hospodárskeho útlmu, ktorý trval dlhšie, než sa očakávalo. Väčšine krajín sa nepodarilo splniť fiškálne ciele, ktoré si stanovili v programoch stability schvaľovaných koncom roka 2002, resp. začiatkom roka 2003.

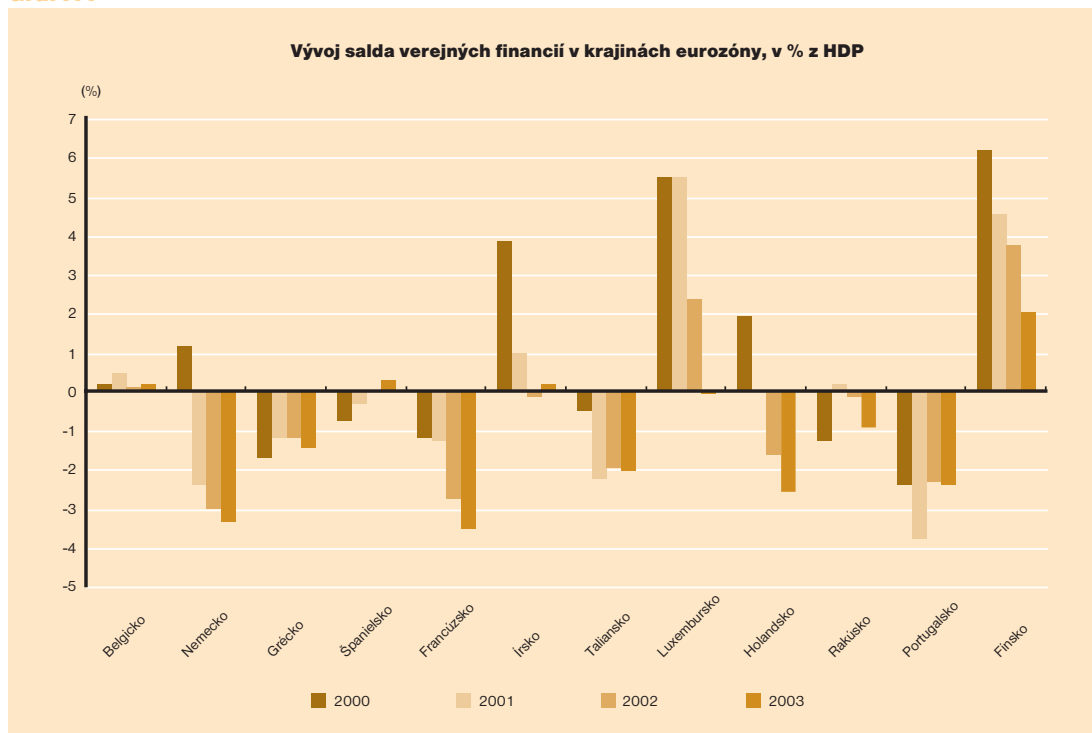
Fiškálny vývoj sa stal predmetom obáv najmä v krajinách, ktoré zaznamenali značné fiškálne deficity už v roku 2002. Deficity Nemecka a Francúzska sa priblížili, resp. mierne prekročili úroveň 4 % HDP, deficit Portugalska napriek rozsiahlym dočasným opatreniam sa priblížil tesne k hranici 3 % HDP a deficit Holandska dosiahol 3 % HDP. Na zvýšenie deficitov pôsobil na strane výdavkov rastúci objem sociálnych platieb a transferov podmienených rastúcou nezamestnanosťou. Na prij-

movej strane to bol nedostatočný rast daňových príjmov spôsobený najmä slabou hospodárskou aktivitou.

Dňa 25. novembra 2003 rozhodla Rada Ecofin na základe odporúčania Európskej komisie, že voči Francúzsku a Nemecku nebude uplatňovať sankčné postupy plynúce z nadmerného fiškálneho deficitu. Rada Ecofin vydala Francúzsku odporúčanie, aby svoj cyklicky upravený deficit znížilo v roku 2004 o 0,8 % HDP a v roku 2005 minimálne o 0,6 % HDP. Tieto redukcie by mali zabezpečiť zníženie celkového deficitu pod 3 % HDP najneskôr v roku 2005. Rada Ecofin zároveň odporučila Nemecku zredukovať cyklicky upravený deficit o 0,6 % HDP v roku 2004 a minimálne o 0,5 % v roku 2005, s cieľom zabezpečiť redukcii celkového deficitu pod 3 % HDP najneskôr v roku 2005.

Dodržiavanie fiškálnych pravidiel Paktu stability a rastu, ktorých jadrom je dosiahnutie strednodobo udržateľného vyrovnaného alebo prebytkového rozpočtového salda členských štátov, predstavuje systémovú oporu pre cieľ cenovej stability v eurozóne, ktorý sleduje jednotná menová politika ECB. Zároveň je predpokladom

Graf A4



pre efektívne fungovanie národných fiškálnych politik ako jediného hospodárskopolitického nástroja na elimináciu prípadných nepriaznivých vplyvov jednotnej menovej politiky ECB a iných asymetrických šokov na podmienky ekonomického vývoja v jednotlivých členských štátoch.

Rozhodnutie Rady Ecofin o zastavení sankčného postupu z dôvodu nadmerného fiškálneho deficitu voči Francúzsku a Nemecku sa preto stretlo s nesúhlasom ECB, ktorá ho hodnotila ako „zavedenie neistoty do budúcej implementácie pravidiel riadiacich fiškálnu politiku v krajinách eurozóny“ a ako „precedens laxnej implementácie sankčného postupu z dôvodu nadmerného fiškálneho deficitu, ktorý by mohol oslabiť konsolidačné úsilie v budúcnosti“.

2. HOSPODÁRSKY VÝVOJ V KRAJINÁCH PRISTUPUJÚCICH DO EÚ

Súhrnný prehľad

Dňa 16. apríla 2003 na neformálnom stretnutí Európskej rady v Aténach podpísalo desať kandi-

dátskych krajín a 15 členských štátov EÚ Zmluvu o pristúpení. Zmluva o pristúpení vytvorila rámec a podmienky na rozšírenie EÚ na 25 členov stanovené na 1. máj 2004. Zmluvu o pristúpení ratifikovali všetky budúce i súčasné členské štáty EÚ. Ako súčasť ratifikačného procesu sa vo všetkých kandidátskych krajinách okrem Cypru¹ uskutočnili národné referendá, v ktorých verejnosť hlasovala v prospech vstupu do EÚ.

Novopristupujúce krajiny vstupujú do EÚ so štatútom „členských štátov s derogáciou“ (ako krajiny ktoré zatiaľ nezaviedli euro) a ich centrálné banky sa stanú súčasťou ESCB. Keď tieto krajiny udržateľným spôsobom splnia maastrichtské konvergenčné kritériá a zavedú euro, ich centrálné banky sa stanú súčasťou Eurosystemu. Okamžite po vstupe do EÚ sa na nové členské štáty budú vzťahovať záväzky, vyplývajúce z Maastrichtskej zmluvy pre všetkých členov EÚ. Je to predovšetkým povinnosť uskutočňovať hospodársku politiku a politiku výmenného kurzu, ktorá bude sledovať spoločný záujem EÚ. Plne (okrem sankčných mechanizmov) sa na ne budú vzťahovať aj fiškálne pravidlá Paktu stability a rastu vrátane povinnosti predkladania a pravidelnej aktualizácie národných konvergenčných

Tabuľka A2 Makroekonomické ukazovatele krajín pristupujúcich do EÚ (medziročná zmena v %)

	HDP			Inflácia ^{1/}			Miera nezamestnanosti ^{2/}			Bežný účet		
	2002	2003	2004 ^{3/}	2002	2003	2004 ^{3/}	2002	2003	2004 ^{3/}	2002	2003	2004 ^{3/}
Česká republika	2,0	2,9	2,9	1,4	-0,1	2,8	7,3	7,8	8,2	-5,8	-6,5	-6,8
Maďarsko	3,5	2,9	3,2	5,2	4,7	6,9	5,6	5,8	5,7	.	-5,7	-5,4
Poľsko	1,4	3,7	4,6	1,9	0,7	2,3	19,8	19,8	19,6	-2,6	-2,0	-2,3
Slovensko	4,4	4,2	4,0	3,5	8,5	8,2	18,7	17,2	16,5	-8,2	-0,9	-2,5
Slovinsko	2,9	2,3	3,2	7,5	5,7	3,6	6,1	6,5	6,4	1,7	0,2	-0,5
Estónsko	6,0	4,8	5,4	3,6	1,4	2,8	10,5	10,0	9,7	-12,2	-13,7	-11,5
Litva	6,8	8,9	6,9	0,4	-1,1	1,0	13,6	12,7	11,5	-5,4	-6,1	-6,2
Lotyšsko	6,1	7,5	6,2	2,0	2,9	4,0	12,0	10,5	10,3	-7,6	-9,1	-10,1
Cyprus	2,0	2,0	3,4	2,8	4,0	2,2	3,9	4,4	4,1	.	-4,4	-3,7
Malta	1,7	0,4	1,4	.	.	.	7,5	8,2	8,6	.	-3,4	-4,3
Spolu 10 krajín	2,4	3,6	4,0	2,7	2,1	3,8	14,8	14,3	14,1	.	-3,7	-3,9
Eurozóna	0,9	0,4	1,7	2,3	2,1	1,8	8,4	8,8	8,8	1,3	0,5	0,7

1/ HICP.

2/ V % z pracovnej sily.

3/ Prognóza.

Zdroj: Economic Forecasts Spring 2004, European Economy č. 2, 2004.

¹ Vzhľadom na výsledky referenda na Cypre, ktoré sa konalo až v apríli 2004, sa členským štátom EÚ stala iba grécka časť ostrova.

programov. Zodpovedajúco cieľu cenovej stability ECB budú musieť národné centrálné banky smerovať svoju menovú politiku tak, aby umožnila postupnú parametrizáciu domáceho menového prostredia na podmienky eurozóny a vytvorila predpoklady na preukázanie stability výmenného kurzu meny počas jeho fungovania v mechanizme výmenných kurzov ERM II. Vstup do eurozóny nie je vstupom do EÚ z časového hľadiska podmienený, väčšina novopristupujúcich štátov však už v roku 2003 začala pripravovať národné stratégie zavedenia eura.

Hospodársky vývoj budúcich členských štátov EÚ sa napriek utlmenej ekonomickej aktivite v EÚ a osobitne recesii v ekonomike Nemecka, ktoré je pre mnohé pristupujúce štáty hlavným obchodným partnerom, vyznačoval aj v roku 2003 relatívne rýchlym rastom HDP. Priemerné tempo rastu za 10 pristupujúcich krajín dosiahlo 3,6 %, čo v porovnaní s priemerným rastom 0,8 % za 15 krajín EÚ znamenalo predstih rastu o 2,8 percentného bodu a priaznivo podporilo konvergenčný proces.

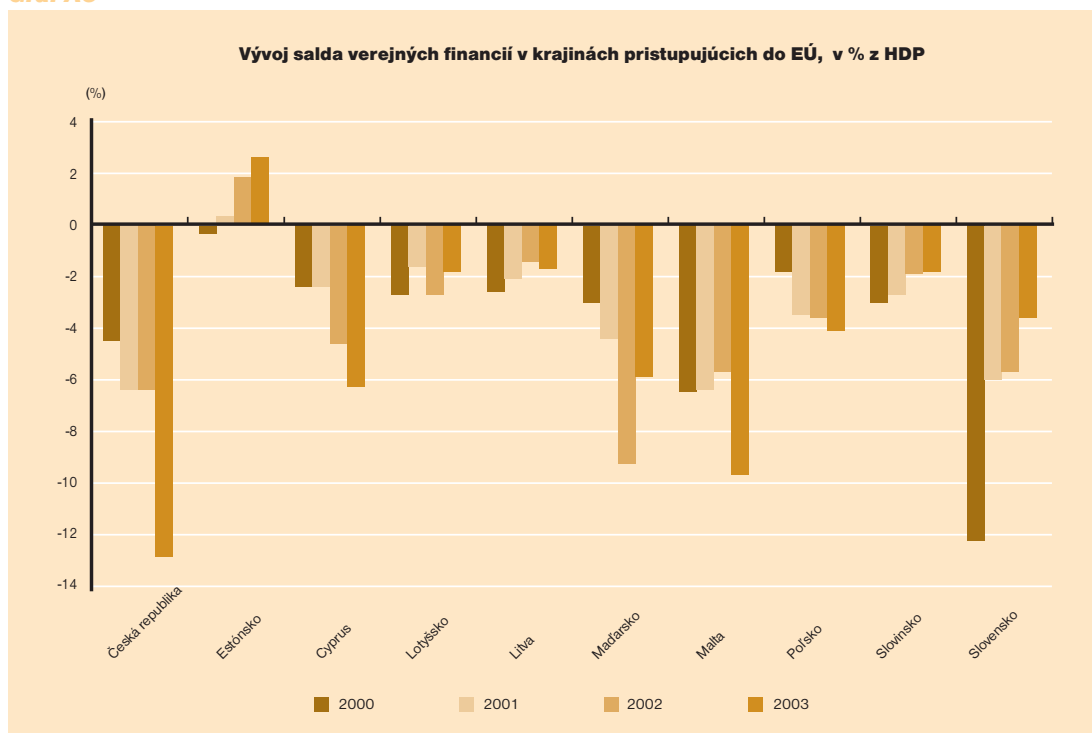
Rast HDP najmä v Českej republike, Maďarsku a baltických krajinách podporovala vysoká

úroveň domácej súkromnej spotreby. Výdavky domácností stimuloval čiastočne vyšší reálny disponibilný dôchodok, vzhľadom na relatívne nízku infláciu, ktorá dosahovala úrovne podobné inflácii v mnohých krajinách eurozóny. Ďalším faktorom rastu spotreby domácností bol rozšírený prístup k úverovému financovaniu vďaka stabilizovaným bankovým systémom, ale aj výdavky realizované v očakávaní zrýchlenia inflácie v roku 2004 súvisiaceho so zvyšovaním nepriamych daní.

Investičná aktivita bola naopak slabá (okrem baltických štátov), odzrkadľujúc všeobecne nepriaznivé podmienky globálneho prostredia, ale aj dôsledky zatiaľ neukončených štrukturálnych reforiem prebiehajúcich v jednotlivých ekonomikách.

Exportná výkonnosť sa napriek oslabenému rastu v EÚ všeobecne udržala na dobrej úrovni. Mimoriadne rýchly rast exportu dosiahlo Slovensko vďaka novým exportne orientovaným výrobným kapacitám. Vysokú exportnú výkonnosť dosiahlo aj Poľsko, ktorému podstatne pomohla deprecia zlotého voči euru.

Graf A5



Priemerné saldo verejných financií za 10 štátov pristupujúcich do EÚ predstavovalo v roku 2003 deficit vo výške 6,3 % HDP. Vo výsledkoch fiškálneho sektora jednotlivých krajín však boli značné rozdiely: od deficitu 12,9 % HDP v ČR po prebytok 2,6 % HDP v Estónsku. Hranicu 3 % HDP prekročili v roku 2003 deficity v šiestich krajinách. Okrem ČR to bol Cyprus, Maďarsko, Malta, Poľsko a Slovensko.

Hospodársky a menový vývoj v krajinách V4

Na zrýchlení rastu HDP v **Českej republike** (ČR) sa v roku 2003 podieľala rýchlo rastúca domáca súkromná spotreba, ťahaná najmä spotrebou domácností pri stagnácii spotreby vládneho sektora, ale aj rast exportu. V podmienkach rastúcej miery nezamestnanosti, vyvolanej reštrukturalizačnými procesmi v podnikovom sektore, bol rast spotreby domácností predovšetkým výsledkom kombinovaného efektu zvýšenia reálneho disponibilného dôchodku a nízkej úrovne úrokových sadzieb, ktorá stimulovala expanziu spotrebných úverov. Vývoj cien v ČR po prvýkrát zaznamenal fenomén deflácie. Od apríla 2002 dochádzalo k podstreľovaniu inflačného cieľa Českej národnej banky a v roku 2003 HICP zaznamenal v ročnom priemere pokles. Deficit obchodnej bilancie napriek rýchlemu rastu dovozov vyvolanému silným domácim spotrebiteľským aj investičným dopytom sa vďaka priaznivému vývoju výmenných relácií medziročne znížil. Zvýšenie deficitu na bežnom účte v roku 2003 bolo výsledkom poklesu prebytkového salda bilancie služieb, najmä však ďalšieho zvýšenia deficitu dôchodkového účtu v dôsledku rastu repatriovaných ziskov. Vysoký deficit verejných financií ČR v roku 2003 bol takmer z polovice výsledkom imputovaných štátnych záruk, bez tejto operácie by rozpočtový deficit dosiahol 6,6 % HDP.

Mierne spomalenie rastu ekonomiky **Maďarska** v roku 2003 bolo výsledkom nízkej investičnej aktivity a záporného príspevku čistého exportu. Dosiahnutý rast naopak podporila vysoká úroveň

domácej spotreby, živená fiškálnou expanziou a následným nadmerným rastom miezd vo verejnom i súkromnom sektore. Príčinou prehĺbenia deficitu na bežnom účte boli oneskorené efekty straty konkurenčnej schopnosti v dôsledku predchádzajúcej silnej apreciacie forintu, ako aj vysoká úroveň dovozov podporená uvoľňovaním úspor obyvateľstva pod vplyvom neudržateľne veľkoryso dotovaného hypotekárneho systému financovania bývania. Inflácia sa v ročnom priemere znížila, avšak niekoľkoročný priaznivý trend dezinflácie sa v polovici roka 2003 zastavil a inflácia začala rásť. Situácia na trhu práce bola charakterizovaná aj v roku 2003 rýchlym rastom miezd najmä vo verejnom sektore a miernym zvýšením miery nezamestnanosti, ktorá sa však udržiavala na relatívne nízkej úrovni. V okruhu verejných financií sa v Maďarsku ani v roku 2003 nepodarilo splniť plánovaný cieľ. Fiškálny deficit bol výrazne prekročený najmä v dôsledku vyšších bežných výdavkov, ako aj sociálnych príspevkov a úrokových platieb. Zároveň sa nenaplnili očakávania na strane príjmov, osobitne príjmov z daní fyzických osôb, ako aj podnikových daní.

Rast ekonomiky **Poľska** sa po výraznom spomalení v predchádzajúcich dvoch rokoch v roku 2003 zrýchlil. Hybnou silou rastu bol čistý export, stimulovaný prudkým poklesom reálneho efektívneho kurzu poľského zlotého. Slabý rast reálneho dôchodku udržiaval súkromnú spotrebu na nízkej úrovni a súkromné investície sa tretí rok v poradí opäť znížili. K rastu HDP naopak prispela akomodatívna fiškálna politika a priaznivé menové podmienky vytvorené uvoľnením menovej politiky a depreciáciou meny voči euru. Nízka úroveň domáceho dopytu a iba mierny rast miezd sa odzrkadlili iba v nevýraznom náraste cien. Oslabené podmienky domáceho dopytu nevyvolávali tlak na rast dovozov, čo pri rýchlom raste vývozu udržalo deficit bežného účtu platobnej bilancie na nízkej úrovni. Miera nezamestnanosti dosahuje dlhodobo vysokú úroveň a ani v roku 2003 napriek zrýchleniu rastu HDP nedošlo k jej poklesu. Vzhľadom na prebiehajúci proces reštrukturalizácie v priemysle aj v poľnohospodárstve je rast zamestnanosti brzdený stále vysokým počtom zanikajúcich pracovných miest. Mierne uvoľnenie

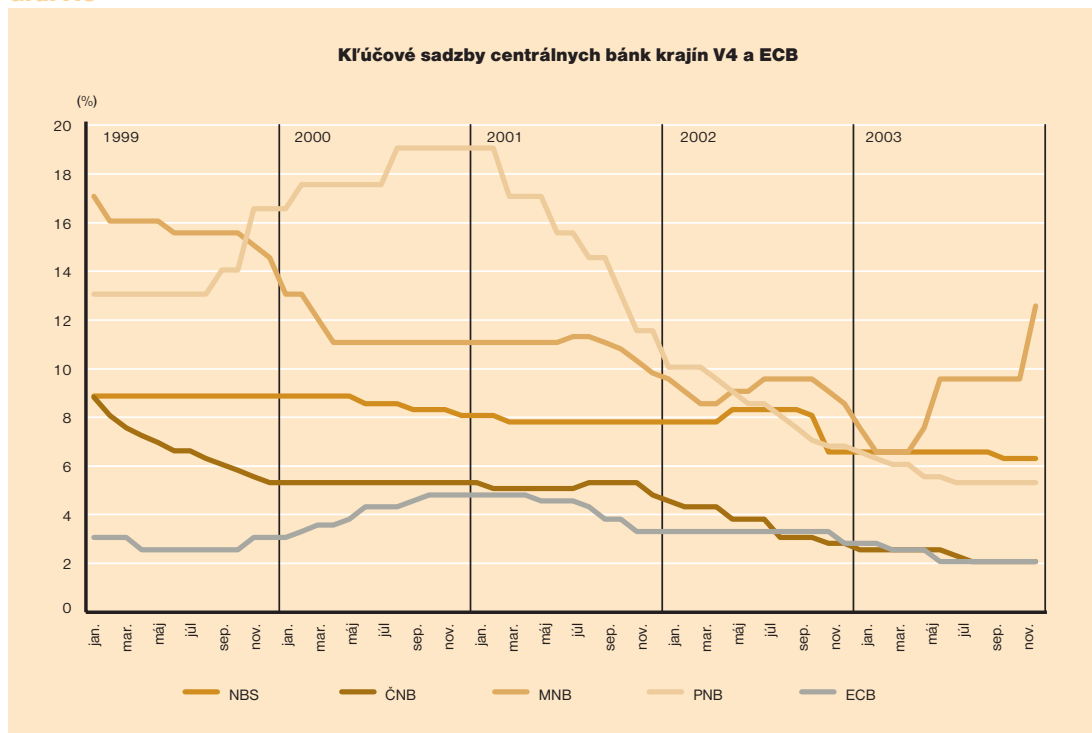
fiškálnej politiky sa prejavilo v medziročnom zvýšení – nie však dramatickom – deficitu verejných financií.

Rast HDP na **Slovensku** v roku 2003 zostal na relatívne vysokej úrovni, medziročne sa však mierne spomalil v dôsledku prudkého poklesu súkromnej spotreby, ako aj hrubej tvorby fixného kapitálu vyvolaného fiškálnou reštrikciou a úpravami administratívne riadených cien. Mimoriadne silná expanzia exportu umožnená sprevádzkovaním nových exportných kapacít pri podstatne nižšom raste dovozu viedla k čistému príspevku externého sektora na HDP vo výške 6,5 % HDP a vyrovnala straty na domácom dopyte. Zvýšenie exportnej výkonnosti sa odzrkadlilo na prudkom znížení deficitu bežného účtu. Vysoká medziročná inflácia v roku 2003 bola výsledkom poslednej z veľkých úprav regulovaných cien, zmien v sadzbách DPH a zvýšenia spotrebných daní. Miera nezamestnanosti zostala vysoká, postupne však dochádza k jej poklesu. Pri pokračujúcej reštrukturalizácii podnikovej sféry sa hlavným faktorom jej znižovania stáva rozhodnejšia politika vlády pri riešení dlhodobých štrukturálnych problémov slovenského trhu práce. Verejné financie na Slovensku zaznamenali v roku 2003 lepšiu než

plánovaný výsledok dosiahnutý fiškálnou reštrikciou, najmä však nižším čerpaním zdrojov z rozpočtových kapitol viacerých rezortov.

Menová politika a politika výmenných kurzov centrálnych bánk krajín V4 sa postupne podriaďujú zámeru vytvoriť čo najskôr po vstupe do EÚ podmienky na zavedenie eura. Pri dosiahnutej vysokej úrovni harmonizácie nástrojov menovej politiky s inštrumentárium ECB, priaznivý vývoj inflácie, posilňovanie výmenných kurzov, ale aj vytvorený priestor pre určitú podporu exportnej výkonnosti v podmienkach oslabenej medzinárodnej konjunktúry viedli v roku 2003 k zníženiu kľúčových sadzieb národných centrálnych bánk Českej republiky, Poľska a Slovenska a zúženiu diferenciálu voči sadzbám ECB. Ku koncu roka 2003 boli sadzby slovenskej a poľskej centrálnej banky zhruba vyrovnané, sadzby Českej národnej banky sú už dlhodobejšie veľmi nízke a v roku 2003 sa pohybovali na úrovni sadzieb ECB. Menová politika maďarskej centrálnej banky (MNB) sa v polovici roka 2003 dostala pod tlak rastúcej inflácie pri súčasnej depreciácii meny, vyvolanej odlevom krátkodobého kapitálu po revalvačnej špekulácii zo začiatku roka. Masívne zatváranie forintových

Graf A6



pozícií investorov doviedlo krajinu na pokraj menovej krízy. V snahe udržať plnenie inflačného cieľa MNB prudko zvýšila svoje kľúčové úrokové sadzby (od júna do konca roka celkovo o 600 bázických bodov). Výmenný kurz forintu voči euru však do konca roka 2003 zostal pod úrovňou kompatibilnou s bezrizikovým plnením inflačného cieľa MNB.

Hlavným rizikovým faktorom makroekonomickej stability v krajinách V4 bol aj v roku 2003

vývoj vo verejných financiách vzhľadom na pomaly sa presadzujúce štrukturálne reformy. Nevyhnutnosť fiškálnej konsolidácie a navedenie rozpočtového vývoja na udržateľnú dráhu bude čoraz aktuálnejšou úlohou v súvislosti s predpokladaným skorým začatím rokovaní týchto krajín ako nových členských štátov EÚ o začlenení ich mien do mechanizmu výmenných kurzov ERM II, ako aj so záväzkami, ktoré im vyplynú z Paktu stability a rastu.