

Vonkajšie ekonomické prostredie



1. Vonkajšie ekonomické prostredie

1.1. Globálne trendy vývoja produkcie a cien

Dynamika rastu svetovej ekonomiky v roku 2004 sa oproti roku 2003 zrýchlila. Svetová produkcia vzrástla o 5,1 %, najmä vďaka zrýchleniu rastu v USA a ázijských ekonomikách, osobitne vďaka investičnej expanzii v Číne. V eurozóne a celej Európskej únii sa tiež dostavilo všeobecné oživenie ekonomickej aktivity, jeho intenzita však bola nižšia a bola primárne závislá od zlepšených exportných príležitostí, ktoré však boli mierne pribrzďované apreciáciou výmenného kurzu eura. V rámci rozšírenej Európskej únie si nadpriemerné tempo rastu udržali ekonomiky nových členských štátov strednej a východnej Európy. Rýchly rast pokračoval v Rusku a v celom Spoločenstve nezávislých štátov. Zreteľnejšie oživenie zaznamenala aj ekonomika Japonska. K podstatnému zrýchleniu rastu došlo v ekonomikách Latinskej Ameriky.

Rýchly rast svetovej produkcie bol sprevádzaný rastom medzinárodnej obchodnej výmeny, keď svetový export medziročne vzrástol o 8,4 %. Tempo hospodárskeho rastu vrcholilo v prvých dvoch štvrtrokoch a v druhej polovici roka sa v dôsledku prudkého rastu cien ropy spomalilo. Rast cien ropy sa odzrkadlil na miernom zrýchlení inflácie, trend nízkej inflácie však vďaka dobrej absorpcii sekundárnych inflačných efektov zostal zachovaný.

V dynamike rastu svetovej ekonomiky pretrvávali regionálne rozdiely udržiavajúce dlhodobý stav globálnych nerovnováh. Hlavným rizikovým faktorom ich udržateľnosti zostal aj v roku 2004 vysoký deficit bežného účtu USA podmienený expanzívou fiškálnou politikou a vysokou úrovňou domáceho dopytu.

Ceny na komoditných trhoch pod tlakom silného globálneho oživenia výrazne vzrástli. Ceny ropy rástli od začiatku roka, pričom sa vyznačovali značnou volatilitou. Cena ropy Brent kulminovala koncom októbra na historickom maxime 51 USD za barel, v priemere za rok 2004 dosahovala 38 USD za barel, t. j. o 33 % viac než bol priemer za rok 2003. Rast cien ropy bol podmienený okrem vysokého dopytu vo fáze globálneho oživenia aj neistotami na strane ponuky, ktoré súviseli s nejasnou politikou producentov ropy a spôsobovali volatilitu cien ropy. Zároveň, pri celkovom podstatnom zvýšení produkcie ropy, došlo k obmedzeniu jej bezpečnostných zásob, čo zvýšilo citlivosť cien ropy na aktuálnu situáciu v dopyte a ponuke a ponechalo iba veľmi malý priestor na riešenie prípadných nečakaných problémov v ponuke ropy. Ceny neenergetických surovín v prvej polovici roka taktiež rástli, neskôr došlo k ich miernemu poklesu najmä vďaka nižším cenám potravín a poľnohospodárskych surovín. V ročnom priemere boli dolárové ceny neenergetických surovín v roku 2004 o 22 % vyššie než v roku 2003.

Tabuľka 1 Svetová produkcia v roku 2004

(medziročný rast v %)

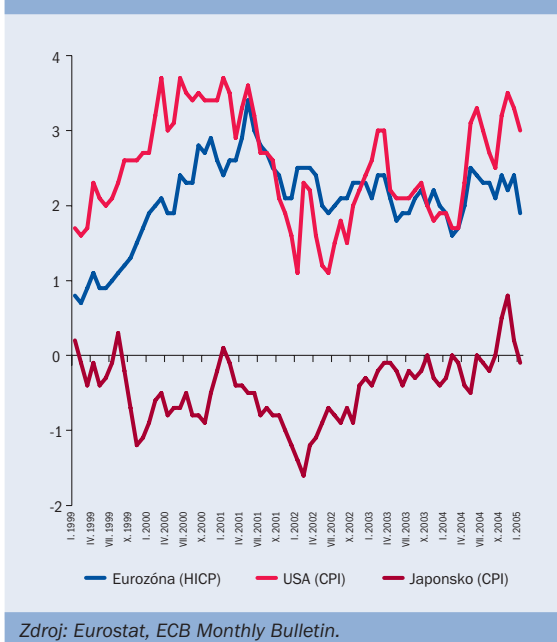
	2003	2004	2005 ¹⁾
Svetová produkcia	4,0	5,1	4,3
Vyspelé ekonomiky	2,0	3,4	2,6
USA	3,0	4,4	3,6
Japonsko	1,4	2,6	0,8
Eurozóna	0,6	2,0	1,6
Európska únia (EÚ-25)	1,0	2,4	2,0
Novoindustrializované ázijské krajiny	3,1	5,5	4,0
Čína	9,3	9,5	8,5
Stredná a východná Európa	4,6	6,1	4,5
Rusko	7,3	7,1	6,0
Brazília	0,5	5,2	3,7

Zdroj: World Economic Outlook, apríl 2005; Economic Forecasts Spring 2005, European Economy č. 2, 2005.

1) Prognóza.



Graf 1 Vývoj spotrebiteľských cien v eurozóne, USA a Japonsku (medziročná zmena v %)



Zdroj: Eurostat, ECB Monthly Bulletin.

Na medzinárodných devízových trhoch dominovala aj v roku 2004 tendencia posilňovania eura a všeobecného oslabovania amerického dolára. Posilňovanie eura bolo až do októbra iba mierne, trhy vnímali najmä zaostávanie ekonomického oživenia v eurozóne za USA a Japonskom. V polovici októbra však euro voči americkému doláru, ako aj menám viacerých ázijských štátov naviazaným formálne či neformálne na dolár, výrazne posilnilo. Americký dolár v poslednom štvrtroku oslabil voči všetkým kľúčovým menám. Najpravdepodobnejšou príčinou tohto vývoja bol rast obáv na finančných trhoch ohľadom prehlbujúcej sa vonkajšej a vnútornej nerovnováhy americkej ekonomiky. Došlo k zmenám v štruktúre a použití finančných tokov do USA. Charakteristickou bola tendencia financovania vládnej a súkromnej spotreby prostredníctvom rastúceho toku kapitálu do nákupov vládnych obligácií na úkor prílevu akciového kapitálu na financovanie súkromných investícií. Celý proces je predovšetkým výsledkom intervencií ázijských centrálnych bánk, ktoré týmto spôsobom udržiavajú väzby svojich mien na dolár.

Nominálny efektívny kurz eura (voči menám 23 obchodných partnerov eurozóny) bol ku koncu roka iba mierne (2,4 %) nad úrovňou zo začiatku roka. Najväčšiu apreciáciu zaznamenalo euro voči americkému doláru (8,0 %, 30. decembra 2004 sa euro obchodovalo za 1,36 USD), čínskemu jüanu a hongkonskému doláru. Voči japonskému jenu euro posilnilo o 4,7 %, čo implikuje apreciáciu jenu voči americkému doláru o viac než 3 %. Relatívne stabilný kurz (resp. posilnenie o 0,5 %) si zachovalo euro voči anglickej libe. Po

silnenie eura voči týmto menám čiastočne vyrovnávalo oslabenie voči švajčiarskemu franku, nórskemu korune, kórejskému wonu a menám niektorých nových členských štátov EÚ, z nich najvýraznejšie euro oslabilo voči poľskému zlotému (o 13,5 %), maďarskému forintu (o 6,2 %), českej korune (o 6,0 %) a slovenskej korune (o 5,8 %).

Globálne trhy obligácií zaznamenali v roku 2004 z historického hľadiska veľmi nízke výnosy. Charakteristickou črtou výnosov bola ich nízka volatilita v priebehu roka, potvrdzujúca na reálnom vývoji v posledných rokoch zistený trend všeobecného poklesu implikovanej volatility (odvodenej od ceny opcí) na jednotlivých segmentoch finančných trhov vyspelých ekonomík. Výnosy z 10-ročných amerických vládnych obligácií a výnosy z 10-ročných vládnych obligácií eurozóny mali až do októbra zhodný trend. Po poklese v prvých mesiacoch roka (neistota trhov ohľadne udržateľnosti ekonomického oživenia v USA) rástli výnosy až do júna (potenciálne inflačné dôsledky rastu cien ropy v kontexte rastúcej dôvery trhov v globálne oživenie), v treťom štvrtroku opäť klesali (zvýšené obavy z dôsledkov vysokých cien ropy na ekonomickú aktivitu). Výrazná depreciácia amerického dolára bola hlavným faktorom rozdrovenia trendu výnosov v poslednom štvrtroku. Zatiaľ čo výnosy z obligácií eurozóny klesali až do konca roka, výnosy z amerických obligácií rástli. V celoročnom priemere však hlavným faktorom pohybu výnosov z dlhodobých vládnych obligácií USA a eurozóny bol rast cien ropy a jeho potenciálne dôsledky na infláciu a hospodársky rast. Silnejšie efekty sa očakávali v ekonomike USA, pohyb výnosov z amerických obligácií bol preto výraznejší ako z obligácií eurozóny. Súhrnne za rok 2004 klesli výnosy z dlhodobých vládnych obligácií eurozóny medziročne o 57 bázických bodov a ku koncu roka predstavovali 3,69 %. Výnosy z dlhodobých vládnych obligácií USA medziročne vzrástli o 10 bázických bodov a ku koncu roka predstavovali 4,23 %.

Ceny na akciových trhoch USA a eurozóny mali v prvých troch štvrtrokoch 2004 relatívne pokojný, mierne rastový trend. Až silná depreciácia dolára v posledných mesiacoch roka spôsobila výrazný nárast hlavných akciových indexov. Široký Dow Jones EURO STOXX index celkovo medziročne vzrástol o 10,5 %, americký index Standard & Poor's 500 vzrástol o 11,0 % a japonský Nikkei 225 o 7,5 %. Rast cien akcií v eurozóne bol odrazom klesajúcich výnosov z dlhodobých vládnych obligácií, ale aj rýchleho rastu ziskov a vyplácaných dividend. Všeobecným faktorom, ktorý prispieval v priebehu roka k rastu akciových indexov, bola veľmi nízka volatilita na akciových trhoch. Podobne ako na trhoch dlhodobých obligácií, aj tu sa prejavil efekt nízkej implikovanej volatility výnosov.

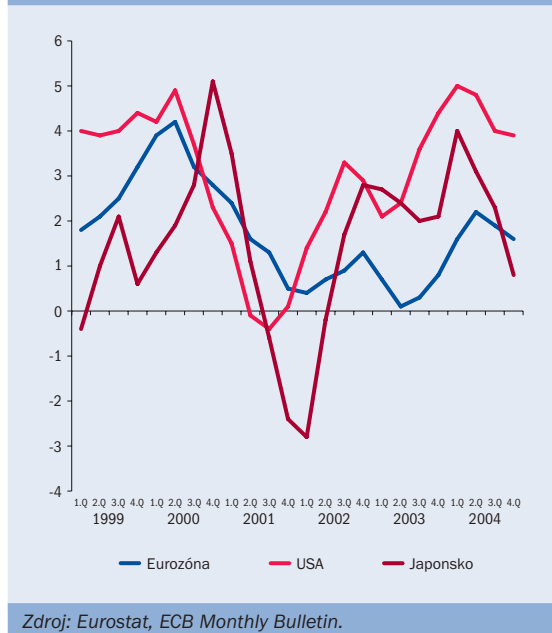
1.2. Vývoj v hlavných menových oblastiach: USA, Japonsko, eurozóna

Hospodársky vývoj

Rast reálneho HDP v **USA** sa v roku 2004 medziročne zrýchlil a dosiahol 4,4 % (v predchádzajúcom roku 3,1 %), čo je najviac za ostatných 5 rokov. Na raste HDP sa podieľala vysoká úroveň domáceho spotrebiteľského i investičného dopytu, zatiaľ čo príspevok čistého exportu bol záporný. Spotrebu domácností i v tomto roku podporovali akomodatívne nastavené makroekonomické politiky, pokračujúca expanzia na trhu bývania, ale aj výrazné zvýšenie zamestnanosti. Rast zamestnanosti nevyvolal vážnejšie tlaky na zvyšovanie nominálnych miezd, čo spolu s rastom cien ropy viedlo k spomaleniu rastu reálnych disponibilných dôchodkov, ďalšiemu poklesu dlhodobú nízkej miery úspor obyvateľstva a historicky vysokej úrovni zadlženosti domácností (presahujúcej 80 % HDP). Priaznivé vonkajšie podmienky financovania a vysoký dopyt vytvárali vhodné prostredie na rast podnikateľských investícií, ťahaný najmä investíciami do technologických zariadení a softvérov. Umiernený vývoj nákladov práce umožnil relatívne silný rast produktivity. Vysokú ziskovosť podnikového sektora významnejšie neovplyvnil ani rast cien ropy. Vysoká úroveň domáceho dopytu viedla k ďalšiemu prehĺbeniu deficitu obchodnej bilancie USA, ktorý v roku 2004 dosiahol 5,4 % HDP (v predchádzajúcom roku 5,0 %), napriek kontinuálnej deprecii amerického dolára. Ročná inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien sa v roku 2004 mierne zrýchlila a dosiahla 2,7 % (v predchádzajúcom roku 2,3 %). Nárast inflácie však bol spôsobený takmer výhradne rastom cien ropy. Dlhodobejšie inflačné očakávania zostali utlmené, pretože proti šíreniu inflačných tlakov pôsobil rýchly rast produktivity a iba veľmi obmedzený vplyv deprecii dolára na spotrebiteľské ceny.

V ekonomike **Japonska** pokračovalo v roku 2004 oživenie, ktoré však v priebehu roka strácalo na intenzite. Reálny HDP vzrástol o 2,7 % (v predchádzajúcom roku 1,4 %), čo je najviac od roku 1996. Celoročný rast bol predovšetkým výsledkom veľmi silného rastu v prvom štvrtroku, po ktorom však nasledovalo podstatné spomalenie ekonomickej aktivity spôsobené najmä utlmením dynamiky exportu a prudkou redukciou verejných investícií. Spotrebiteľský dopyt v priebehu roka zostával relatívne silný, podporovaný zlepšenými podmienkami na trhu práce a dôchodkovou situáciou obyvateľstva. Miera nezamestnanosti mierne poklesla a dosiahla 4,4 %. Zlepšili sa štrukturálne charakteristiky podnikateľského sektora: reštrukturalizácia podnikových bilancií a cieľené úsilie o znižovanie nákladov viedli k rastu ziskov korporácií a v bankovom sektore došlo k ďalšej redukcii balíka zlých úverov. V cenovom

Graf 2 Rast HDP v eurozóne, USA a Japonsku (medziročná zmena v %)



Zdroj: Eurostat, ECB Monthly Bulletin.

vývoji sa mierne oslabili deflačné tlaky, ročný rast indexu spotrebiteľských cien dosiahol nulovú hodnotu (po prvýkrát od roku 1998 nebola zaznamenaná deflácia), pričom v poslednom štvrtroku sa objavili signály rastu cien v niektorých segmentoch spotrebného koša (čerstvé potraviny).

V **eurozóne** došlo v roku 2004 k výraznému zrýchleniu ekonomickej aktivity. Ročný rast HDP dosiahol 2,0 % (oproti 0,6 % v roku 2003), predovšetkým vďaka silnému zrýchleniu rastu v prvom polroku. Domáci dopyt, najmä investičný, sa v eurozóne medziročne zvýšil, napriek významnému spomaleniu rastu stavebných investícií v Nemecku a všeobecnému poklesu vládnych investícií. Súkromná spotreba zostávala v priebehu celého roka relatívne nízka, prirýchľovaná slabou aktivitou na trhu práce a pretrvávajúcimi dlhodobými štrukturálnymi nedostatkami európskej ekonomiky vrátane neistôt okolo reforiem v zdravotníctve a systémoch sociálneho zabezpečenia rozbiehajúcich sa vo viacerých členských štátoch. To prispievalo k stagnácii spotrebiteľskej dôvery. Hlavnou hybnou silou rastu ekonomiky eurozóny, najmä v prvej polovici roka, bol export. Spomalenie globálneho rastu v dôsledku rastúcich cien ropy a apreciacia eura v druhej polovici roka viedli k prudkému oslabeniu výkonnosti externého sektora, čo sa prejavilo v opätovnom oslabení ekonomickej aktivity eurozóny.

Zo sektorového hľadiska sa v roku 2004 neprejavovali v ekonomike eurozóny významnejšie rozdiely v tvorbe pridanej hodnoty. Rast pridanej hodnoty mal v spracovateľskom priemysle, ako aj v odvetviach trhových služieb, v zásade rovnaký trend – so zrýchlením



v prvej polovici roka a spomalením v druhom polroku. To vedie k záveru, že cyklický pohyb ekonomiky eurozóny v ostatnom období bol ovplyvnený agregátnymi, t. j. všeobecnými, a nie špecifickými problémami jednotlivých sektorov.

Najväčšia ekonomika eurozóny, ekonomika Nemecka, preukázala aj v roku 2004 svoju mimoriadnu závislosť od výkonov externého sektora. Príspevok vonkajšieho dopytu vytvoril tri štvrtiny z dosiahnutého rastu HDP (rast o 1,7 %, oproti poklesu o 0,1 % v roku 2003). Silný rast exportu z Nemecka bol podporený značným poklesom jednotkových mzdových nákladov, priaznivou exportnou štruktúrou s vysokým podielom produkcie naviazanej na informačné technológie, ako aj teritoriálnou orientáciou na Čínu a USA.

Rast HDP sa medziročne zrýchlil vo všetkých krajinách eurozóny okrem Grécka, kde zostal však tiež vysoký. Najvyšší rast HDP bol zaznamenaný v Írsku (5,1 %), nasledovalo Luxembursko (4,4 %), Grécko (4,2 %), Fínsko (3,7 %), Belgicko a Španielsko (2,7 %), Francúzsko (2,3 %) a Rakúsko, kde rast HDP dosiahol rovnaké tempo ako priemerná hodnota za eurozónu (2,0 %). Nižší než priemerný rast HDP dosiahla ekonomika Nemecka (1,7 %), Holandska (1,3 %), Talianska (1,2 %) a Portugalska (1,0 %). Tempo rastu reálneho HDP jednotlivých ekonomík tak dosiahlo hodnoty od 5,1 % do 1,0 % a v porovnaní s rokom 2003, keď rozdiel medzi najrýchlejšie a najpomalšie rastúcou ekonomikou tvoril 6 percentuálnych bodov, sa zblížilo.

Ročná inflácia v eurozóne meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP) dosiahla v roku 2004 2,1 % a v porovnaní s predchádzajúcim rokom

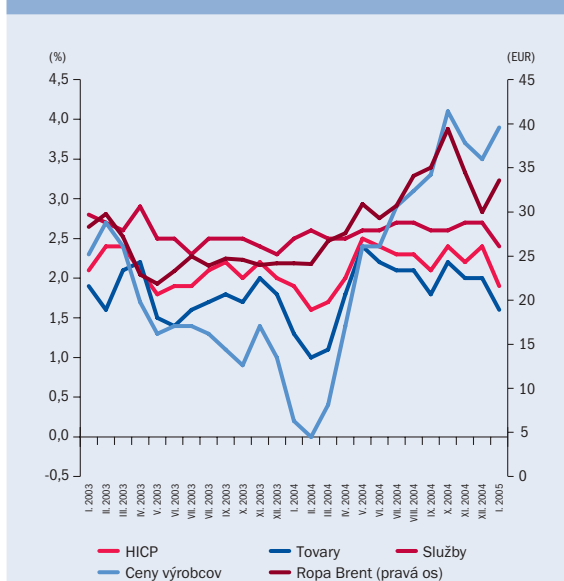
sa nezmenila. Vývoj inflácie bol v priebehu roka ovplyvňovaný predovšetkým špecifickými faktormi. Prorastovo na ceny viacerých položiek spotrebného koša, osobitne v skupine tabakových výrobkov a zdravotníckej starostlivosti, pôsobil značný nárast nepriamych daní a regulovaných cien. Druhým faktorom bol rast cien ropy, ktorý sa premietol do vyšších cien energií a pohonných látok. Vyššie ceny tabaku, zdravotníctva a energií (ktoré predstavujú približne 15 % koša HICP) prispeli k ročnej inflácii eurozóny v roku 2004 vo výške 1 percentuálneho bodu. Vyrovňavajúcim faktorom vyšších cien vstupov najmä pre priemyselnú produkciu bolo silné euro a tlak konkurencie. Ceny priemyselných výrobcov v podmienkach iba obmedzeného prejavu sa sekundárnych efektov zvýšenia cien ropy vzrástli medziročne o 2,3 % (v predchádzajúcom roku 1,4 %). Stabilizujúcim faktorom inflácie v eurozóne bol aj v roku 2004 umiernený vývoj miezd.

Ročný rast spotrebiteľských cien (merané HICP) sa v jednotlivých krajinách eurozóny v roku 2004 pohyboval v intervale od 0,1 % (Fínsko) do 3,5 % (Luxembursko). Nižší než v priemere za eurozónu bol rast cien okrem Fínska v Belgicku (1,9 %) a Holandsku (1,2 %). Inflácia nad 3 % bola okrem Luxemburska v Španielsku (3,3 %) a Grécku (3,1 %). V zvyšných šiestich krajinách dosiahla inflácia veľmi blízke hodnoty: v Nemecku a vo Francúzsku 2,2 %, v Írsku a Taliansku 2,4 %, v Rakúsku 2,5 % a v Portugalsku 2,6 %.

Vývoj na trhu práce eurozóny nezaznamenal v roku 2004 podstatnejšie zmeny. Zamestnanosť vzrástla iba mierne, čo súvisí s pomalšou reakciou trhu práce na zrýchlenie ekonomickej aktivity. Vo vývoji zamestnanosti sa však zrejme odzrkadlili aj dôsledky trendu rozširovania skrátenej pracovných úväzkov (najmä tzv. mini zamestnaní v Nemecku), ktorý v predchádzajúcom období spomaleného rastu pomáhal udržať zamestnanosť. Svedčí o tom skutočnosť, že zamestnanosť meraná počtom odpracovaných hodín rástla v roku 2004 rýchlejšie než rast zamestnaných osôb. Zo sektorového hľadiska bol charakteristický pokračujúci trend znižovania zamestnanosti v priemysle (bez stavebníctva) a jej rastu v sektore služieb. V priemysle sa tak v priebehu roka výrazne zvýšila produktivita práce, čo pomohlo podnikom v ich snahách o zvyšovanie ziskovosti. Rast produktivity práce bol celkovo za eurozónu relatívne vysoký (1,4 %), avšak so značnými rozdielmi medzi jednotlivými krajinami (napr. v Nemecku dosiahol iba 0,1 %).

Mzdový vývoj mal umiernený charakter. Rast miezd v priemere za eurozónu dosiahol 2,1 %, avšak so značnými rozdielmi medzi jednotlivými krajinami (od nulového rastu v Nemecku do približne 6 % v Grécku a Írsku). Mzdový vývoj pomerne dobre odzrkadľoval vývoj na trhu práce v jednotlivých krajinách. Rýchlejší rast miezd bol zaznamenaný v krajinách, kde rast zamestnanosti bol rýchlejší ako priemer za eurozónu.

Graf 3 Vývoj cien v eurozóne



Zdroj: ECB Monthly Bulletin.

nu, zatiaľ čo v krajinách, kde ekonomická aktivita bola nižšia, bol aj rast miezd podstatne pomalší. Vo viacerých krajinách sa v roku 2004 začali nepriaznivo prejavovať dôsledky rýchleho rastu miezd, ktorý nebol sprevádzaný relevantným rastom produktivity. Osobitne krajiny, kde rast jednotkových nákladov práce presiahol 2 % (Taliansko, Portugalsko), resp. až 3 % (Grécko, Španielsko a Írsko), zaznamenali vážne straty svojej exportnej výkonnosti. Naopak pre Nemecko a Holandsko bol umiernený vývoj miezd dôležitým faktorom ich zlepšenej exportnej výkonnosti.

Miera nezamestnanosti sa v eurozóne medziročne zmenila iba marginálne a dosahovala 8,8 %. Medzi jednotlivými krajinami sa však udržali značné rozdiely. Najvyššia nezamestnanosť bola aj v roku 2004 v Španielsku (10,8 %). Dvojcifernú hodnotu nezamestnanosti malo aj Grécko a vyššia než priemer za eurozónu bola miera nezamestnanosti aj v Nemecku a vo Francúzsku (9,5 %). V Portugalsku, Taliansku a Fínsku dosiahla nezamestnanosť 6,7 – 8,8 %. Najnižšia miera nezamestnanosti 4,2 – 4,7 % bola v Rakúsku, Írsku, Luxembursku a Holandsku, pričom v posledných dvoch uvedených krajinách došlo k jej výraznejšiemu medziročnému zvýšeniu (o 0,5 a 0,9 percentuálneho bodu).

Výsledky externého sektora eurozóny za rok 2004 charakterizuje zvýšenie prebytku na bežnom účte na 40,2 mld. EUR (t. j. približne 0,5 % HDP), ktoré sa dosiahlo najmä vďaka zníženiu deficitu bilancie výnosov a bežných transferov a miernemu zvýšeniu prebytku bilancie služieb. Prebytok obchodnej bilancie, vzhľadom na paralelný vývoj hodnoty dovozu a vývozu, zostal zhruba na úrovni roka 2003. Prebytok obchodnej bilancie bol výsledkom veľmi rýchlej exportnej dynamiky v prvom polroku, živenej silným rastom zahraničného dopytu, ktorý viac než kompenzoval účinky zhodnocovania eura. V druhej polovici roka v dôsledku poklesu vývozu z eurozóny, vysokej hodnoty dovozu spôsobenej prudkým zvýšením ceny ropy a čiastočne aj vďaka oživeniu domáceho dopytu sa výkonnosť zahraničnoobchodného sektora eurozóny podstatne oslabil.

Finančný účet eurozóny zaznamenal v roku 2004 čistý prílev priamych a portfóliových investícií vo výške 18,3 mld. EUR, čo je menej ako v roku 2003. Nižšia úroveň finančných tokov do eurozóny bola dôsledkom najmä vyššieho čistého odlevu priamych investícií. Portfóliové investície zaznamenali čistý nárast vďaka obnovenému záujmu zahraničných investorov o majetkové cenné papiere eurozóny. Cezhraničné toky v rámci skupiny dlhových nástrojov dosiahli približne 200 mld. EUR tak na strane aktív, ako aj pasív. Investori eurozóny umiestnili okolo 75 % svojich zdrojov do zahraničných dlhopisov a zmeniek, zvyšok do nástrojov peňažného trhu. Nerezidenti investovali takmer výlučne do dlhopisov a zmeniek eurozóny,

investície do nástrojov peňažného trhu nelákali vzhľadom na nízku úroveň krátkodobých úrokových sadzieb v eurozóne.

Menová politika a verejné financie

V menovej politike **Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu (FOMC)** došlo v roku 2004 po období veľmi nízkych úrokových sadzieb k obratu. V priebehu roka sa cieľová sadzba z federálnych fondov zvýšila o 125 bázičných bodov a koncom roka dosiahla 2,25 %. Stratégiou FOMC sa stal čitateľný odklon od akomodatívnej politiky (zvýšenie sadzby sa uskutočnilo v piatich postupných krokoch po 25 bázičných bodoch od júna 2004), ktorý pri reflektovaní zmien v ekonomickom výhlade USA bude podporovať plnenie záväzku udržiavať cenovú stabilitu. Vo fiškálnej oblasti došlo iba k miernej korekcii deficitu verejných financií, ktorý dosiahol 4,4 % HDP (v predchádzajúcom roku 4,6 %).

Menová politika **japonskej centrálnej banky** bola aj v roku 2004 založená na celení zostatkov bežných účtov komerčných bánk v centrálnej banke. Po zvýšení cieľa začiatkom roka zostala cieleňá pozícia v priebehu roka nezmenená. Vo fiškálnej oblasti vláda sledovala cieľ postupného znižovania primárneho deficitu zhruba o 0,5 % ročne. Celkový deficit verejných financií sa medziročne znížil na 7,0 % HDP (v predchádzajúcom roku 7,7 %).

Rada guvernérov **Európskej centrálnej banky** ponechala základné úrokové sadzby počas celého roka 2004 na nezmenenej úrovni: minimálna úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie bola 2 %, úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné obchody 1 % a sadzba pre jednodňové refinančné obchody 3 %. Rozhodnutia o nastavení menovej politiky ECB boli pomerne komplikované, pretože na podmienky cenovej stability pôsobili v priebehu roka protichodné faktory. Okrem meniacej sa dynamiky hospodárskeho oživenia v eurozóne, ktoré s postupným utlmovaním strácalo inflačne rizikový náboj, sa zohľadňoval umiernený vývoj miezd a zhodnocovanie eura a na druhej strane rast cien ropy, zvýšenie nepriamych daní a regulovaných cien v eurozóne a tiež postupný tlak na rast menového agregátu M3, živenej pri nízkych úrokových sadzbách vysokým dopytom súkromného sektora po úveroch, ako aj vo viacerých krajinách prudko rastúce ceny nehnuteľností.

Fiškálny vývoj v eurozóne, meraný vykázaným fiškálnym saldóm eurozóny, zaznamenal v roku 2004 deficit 2,7 % HDP, rovnako ako v roku 2003. Napriek nezmenenej úrovni súhrnného deficitu bolo rozpočtové hospodárenie krajín eurozóny neuspokojivé. Väčšina krajín nespĺnila ciele stanovené v aktualizovaných programoch stability z konca roka 2003, resp. začiatku 2004, a osobitne krajinám s najväčšími nerovnováhami sa nepodarilo významnejšie

Graf 4 Vývoj salda verejných financií v krajinách eurozóny (v % HDP)



Zdroj: Eurostat.

presadiť do praxe plnenie plánov štrukturálnej fiškálnej konsolidácie.

Pomer deficitu k HDP sa v piatich krajinách tesne priblížil k referenčnej hranici 3 % (Portugalsko, Taliansko), alebo ju prekročil (Grécko, Francúzsko, Nemecko). Štyri krajiny (Grécko, Francúzsko, Holandsko, Nemecko) boli v situácii nadmerného fiškálneho deficitu. Francúzsko a Nemecko vykázali nadmerný fiškálny deficit tretí rok po sebe. Zásadná revízia štatistických údajov Grécka podľa metodiky ESA 95 ukázala, že krajina sa v situácii nadmerného fiškálneho deficitu nachádza od roku 1997 a v roku 2004 deficit predstavoval 6,1 % HDP. Rozpočtové prebytky vykázali v roku 2004 tri krajiny: Belgicko (0,1 % HDP), Írsko (1,3 % HDP) a Fínsko (2,1 % HDP).

Výsledky rozpočtového hospodárenia eurozóny – po očistení o platby úrokov a cyklicky upravené – ukázali, že hlavným faktorom nepriaznivej fiškálnej pozície bolo zhoršenie primárneho salda. V priemere za eurozónu to vyjadruje skutočnosť, že opatrenia prijaté v období hospodárskeho boomu z prelomu tisícročia na zoštíhlenie príjmovej strany rozpočtov (zníženie priamych daní a príspevkov na sociálne zabezpečenie) predstihli svojím rozsahom kompenzačné možnosti zvýšenia nepriamych daní a konsolidácie na výdavkovej strane rozpočtov, osobitne v období spomaleného rastu ekonomiky. Precenil sa krátkodobý efekt konsolidácie cestou jednorazových, resp. dočasných opatrení. Tri najviac zadlžené krajiny (Belgicko, Grécko a Taliansko) pri nízkych úrokových sadzbách v eurozóne navyše ťažili z úspory na úrokových výdavkoch, čo čiastočne kompenzovalo zhoršenie ich primárneho salda. Belgicko, ako jediné z týchto krajín, však aj podstatne

znížilo mieru zadlženia, vzhľadom na už dlhodobšie vykazované prebytky rozpočtového hospodárenia.

Vyostrený vývoj verejných financií v eurozóne v roku 2004 viedol k otvorenej diskusii členských štátov a európskych inštitúcií smerujúcej k požiadavke prehodnotiť, resp. uvoľniť niektoré pravidlá fungovania Paktu stability a rastu a uplatňovania nápravných postupov v prípade nadmerného fiškálneho deficitu.

1.3. Vývoj v členských štátoch EÚ mimo eurozóny

Rozšírenie EÚ: základné inštitucionálne súvislosti

Dňa 1. mája 2004 sa uskutočnilo historicky najrozsiahlejšie rozšírenie EÚ. Do EÚ vstúpilo 10 krajín strednej a východnej Európy a Stredomoria: Cyprus, Česká republika, Estónsko, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Malta, Poľsko, Slovensko a Slovinsko. Národné centrálné banky týchto štátov boli integrované do Európskeho systému centrálnych bánk a ich guvernéri sa stali plnoprávnymi členmi Generálnej rady ECB.

Vstupom 10 nových štátov do EÚ sa počet krajín EÚ nepatriacich do eurozóny rozšíril z troch (Dánsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo) na trinásť. Dánsko a Spojené kráľovstvo majú výnimočný (opt-out) štatút ohľadne budúceho členstva v eurozóne, a preto sa na ne striktné nevzťahujú všetky implicitné záväzky vyplývajúce z Maastrichtskej zmluvy (Zmluvy o EÚ) a Paktu stability a rastu, ani automatické procedurálne povinnosti európskych inštitúcií.

Rozšírenie EÚ z roku 2004 sa uskutočnilo v tretej etape jej integračného procesu, t. j. vo fáze hospodárskej a menovej únie. Všetky nové členské štáty preto automaticky a v plnom rozsahu podliehajú legislatíve Maastrichtskej zmluvy a k nej pripojených právnych dokumentov, ktoré nepripúšťajú možnosť výnimočného (opt-out) štatútu. Naopak, zakotvujú implicitnú povinnosť každého novo prístupujúceho štátu prijať – po nevyhnutnom splnení nominálnych konvergenčných kritérií makroekonomickej stability – jednotnú menu a zaviesť v krajine euro. Ako členským štátom EÚ, ktoré (zatiaľ) nezaviedli jednotnú menu euro, je týmto krajinám udelený štatút výnimky (derogácie) a podliehajú pravidelnej hodnotiacej procedúre európskych inštitúcií. Zodpovedajúco čl. 122(2) zmluvy sú Európska komisia a ECB povinné v dvojročných intervaloch vypracúvať správy o konvergencii, prostredníctvom ktorých informujú Radu o pokroku konvergenencie, resp. o tom, či jednotlivé krajiny spĺňajú podmienky, nevyhnutné na zavedenie eura.

Druhou líniou dohľadu európskych inštitúcií nad postupom konvergenčného procesu a najmä jeho

Tabuľka 2 Zlučiteľnosť právnych predpisov a plnenie kritérií konvergencie

	Právna zlučiteľnosť	Stabilita cien	Rozpočtová pozícia vlády	Výmenný kurz	Dlhodobé úrokové miery
Česká republika	nie	áno	nie	nie	áno
Estónsko	nie	áno	áno	nie	-
Cyprus	nie	áno	nie	nie	áno
Lotyšsko	nie	nie	áno	nie	áno
Litva	nie	áno	áno	nie	áno
Maďarsko	nie	nie	nie	nie	nie
Malta	nie	nie	nie	nie	áno
Poľsko	nie	nie	nie	nie	nie
Slovinsko	nie	nie	áno	nie	áno
Slovensko	nie	nie	nie	nie	áno
Švédsko	nie	áno	áno	nie	áno

Zdroj: Európska komisia: Správa o konvergencii 2004.

udržateľnosti po zavedení eura sú záväzky, ktoré im automaticky so vstupom do EÚ vyplývajú z účasti na Pakte stability a rastu. Na tieto účely sú členské štáty so štatútom výnimky povinné predkladať Rade ECOFIN a EK strednodobé konvergenčné programy, ktoré sa každoročne vyhodnocujú a pravidelne aktualizujú. Nové členské štáty EÚ predložili svoje prvé konvergenčné programy v máji 2004.

Rok 2004 bol rokom, v ktorom EK a ECB mali povinnosť vypracovať svoje správy o konvergencii v rámci bežného predpísaného dvojročného intervalu. Správy boli zverejnené 20. októbra 2004 a okrem Švédska hodnotili aj 10 nových členských štátov EÚ. V konvergenčných správach oboch inštitúcií sa konštatuje, že v roku 2004 žiadna z hodnotených krajín nespĺňala podmienky na zavedenie eura.

V roku 2004 mali štatút kandidátov na členstvo v EÚ štyri krajiny: Bulharsko, Chorvátsko, Rumunsko a Turecko. V decembri 2004 Európska rada súhlasila, že vzhľadom na úspešné ukončenie prístupových rokovaní s Bulharskom a Rumunskom možno prístupovú zmluvu finalizovať s výhľadom jej podpísania v apríli 2005. Vývoj prístupových rokovaní s Chorvátskom bude závisieť od spolupráce tejto krajiny s Medzinárodným trestným tribunálom pre bývalú Juhosláviu. Rokovania s Tureckom sú podmienené prijatím určitých legislatívnych noriem zo strany tejto krajiny.

Súhrnný prehľad hospodárskeho a menového vývoja

Rast reálneho HDP v krajinách EÚ, ktoré nie sú členmi eurozóny, bol vo všeobecnosti relatívne silný a najmä v skupine pobaltských a stredoeurópskych ekonomík podstatne preyšoval priemer za eurozónu i EÚ-25. Hybnou silou rastu bol väčšinou domáci, najmä investičný

dopyt. K oživeniu investícií prispel rast podnikateľskej dôvery, vysoký stupeň využitia kapacít i priaznivý výhľad v oblasti dopytu. Vo viacerých, najmä však pobaltských krajinách sa významnou mierou na raste domáceho dopytu podieľal aj rast súkromnej spotreby podnietený rýchlym rastom miezd, zlepšenými podmienkami na trhu práce a rýchlo rastúcimi objemami spotrebiteľských úverov. Výdavky na spotrebu stimulovali najmä v prvej polovici roka aj očakávaná zvyšovania cien v dôsledku úprav nepriamych daní a regulovaných cien súvisiacich so vstupom do EÚ a v niektorých krajinách aj pretrvávajúca uvoľnená fiškálna politika.

Napriek dominujúcej úlohe, ktorú mal v roku 2004 v raste výkonnosti týchto ekonomík domáci dopyt, zostal dôležitým stimulom rastu vo viacerých krajinách (Česká republika, Maďarsko, Poľsko, ale aj Švédsko) aj zahraničný dopyt a výkony zahraničnoobchodného sektora. Dynamika vývozu i dovozu zostala vo všeobecnosti relatívne silná. V nových členských štátoch ju podporovalo odstránenie posledných bariér s hlavnými zahraničnoobchodnými partnermi po vstupe do EÚ, vyšší zahraničný dopyt a priaznivé konkurenčné pozície vďaka zvýšeniu produktivity.

Zrýchlenie tempa hospodárskeho rastu vytváralo priaznivé prostredie na rozširovanie pracovných príležitostí a zlepšovanie podmienok na trhu práce. K výraznejšiemu poklesu miery nezamestnanosti však došlo iba v pobaltských krajinách, zatiaľ čo v mnohých štátoch došlo naopak k jej zvýšeniu, súvisiacemu väčšinou s prebiehajúcimi štrukturálnymi zmenami v podnikovej sfére. Najvyššia miera nezamestnanosti sa udržala v Poľsku a na Slovensku.

Vývoj cien v sledovaných krajinách bol v roku 2004 značne rôznorodý. Najnižšiu infláciu HICP okolo 1 %, teda podstatne pod priemerom eurozóny, zaznamenali v Dánsku, Švédsku, Spojenom kráľovstve a Litve.



Tabuľka 3 Základné makroekonomické ukazovatele členských štátov EÚ mimo eurozóny (%)

	HDP			Inflácia HICP			Miera nezamestnanosti ¹⁾			Bežný účet (v % HDP) ²⁾		
	2003	2004	2005 ³⁾	2003	2004	2005 ³⁾	2003	2004	2005 ³⁾	2003	2004	2005 ³⁾
Pôvodná skupina												
Dánsko	0,4	2,0	2,3	2,0	0,9	1,4	5,6	5,4	4,9	3,3	2,3	2,1
Švédsko	1,5	3,5	3,0	2,3	1,0	0,4	5,6	6,3	5,9	5,9	7,8	7,5
Spojené kráľovstvo	2,2	3,1	2,8	1,4	1,3	1,7	4,9	4,7	4,7	-1,8	-1,9	-2,2
Pobaltské štáty												
Estónsko	5,1	6,2	6,0	1,4	3,0	3,3	10,2	9,2	8,7	-13,2	-12,9	-12,1
Litva	9,7	6,7	6,4	-1,1	1,1	2,9	12,7	10,8	10,2	-6,9	-8,3	-8,8
Lotyšsko	7,5	8,5	7,2	2,9	6,2	5,0	10,4	9,8	9,4	-8,2	-12,4	-10,5
Stredoeurópske štáty												
Česká republika	3,7	4,0	4,0	-0,1	2,6	1,9	7,8	8,3	8,3	-6,2	-5,2	-4,7
Maďarsko	3,0	4,0	3,9	4,7	6,8	3,8	5,8	5,9	6,3	-8,4	-8,9	-8,7
Poľsko	3,8	5,3	4,4	0,7	3,6	2,1	19,2	18,8	18,3	-2,2	-1,5	-2,4
Slovensko	4,5	5,5	4,9	8,5	7,4	3,7	17,5	18,0	17,6	-0,8	-3,4	-5,0
Slovinsko	2,5	4,6	3,7	5,7	3,6	2,1	6,5	6,0	5,9	-0,4	-0,7	-1,0
Stredomorské štáty												
Cyprus	2,0	3,7	3,9	4,0	1,9	2,3	4,5	5,0	4,8	-3,0	-5,7	-4,9
Malta	-1,8	1,5	1,7	1,9	2,7	2,4	8,0	7,3	7,1	-5,8	-10,1	-9,9
Pre porovnanie												
Eurozóna	0,6	2,0	1,6	2,1	2,1	1,9	8,7	8,8	8,8	0,3	0,6	0,5
EÚ-25	1,0	2,4	2,0	1,9	2,1	1,9	8,9	9,0	9,0	0,5	0,4	0,2

Zdroj: European Commission Economic Forecasts Spring 2005.

1) V % pracovnej sily.

2) Údaje za eurozónu a EÚ-25 sú upravené.

3) Prognóza.

Vo väčšine nových členských štátov dosiahla inflácia hodnoty prevyšujúce priemer eurozóny a medziročne sa zvýšila. K jej poklesu došlo iba v Slovinsku, na Cypre a na Slovensku, kde však zostala na najvyššej úrovni spomedzi všetkých krajín.

Rast inflácie ovplyvnili niektoré spoločné faktory ako zvýšenie cien ropy a vstup do EÚ. Vplyv vyšších cien ropy na národné cenové indexy však mal rôznu intenzitu, podmienenú rozdielmi v štruktúre spotreby, trhových štruktúrach a energetickej náročnosti produkcie. Blížiaci sa vstup do EÚ vyvolal v prvých mesiacoch roka dopytové tlaky, spôsobené očakávaným zvýšením cien po samotnom vstupe v dôsledku harmonizácie nepriamych a spotrebných daní. Vo väčšine týchto krajín zároveň v dôsledku ich integrácie do Spoločnej poľnohospodárskej politiky a odstránenia zvyšných obchodných bariér v tomto sektore vzrástli ceny potravín. V druhom polroku však efekty vstupu do EÚ na vývoj cien v nových členských štátoch nadobudli všeobecne tlmiaci charakter. Z faktorov, ktoré ovplyvnili infláciu v roku 2004 skôr individuálne než plošne, možno uviesť proinflačne pôsobiace veľmi rýchle tempo rastu ekonomiky (charakteristické pre skupinu pobaltských krajín) a zvýšenie regulovaných cien, resp. naopak, infláciu tlmiace posilňovanie

nominálnych efektívnych výmenných kurzov (charakteristické pre Českú republiku, Maďarsko, Slovensko a v druhej polovici roka aj pre Poľsko).

Výsledky hospodárenia fiškálneho sektora boli v podstate v súlade s cieľmi konvergenčných programov z mája 2004. Vo viacerých krajinách boli dokonca lepšie, vďaka priaznivejšiemu než očakávanému vývoju príjmov a väčšinou aj udržaniu disciplíny v realizácii výdavkov na úrovni programovaných hodnôt. Horší než programovaný vývoj zaznamenalo Maďarsko.

Napriek tomu, že rozpočtové saldo verejnej správy za rok 2004 sa v desiatich z trinástich krajín EÚ, ktoré nie sú členmi eurozóny, zlepšilo, vývoj vo fiškálnom sektore patrí naďalej k najslabším stránkam ekonomík nových členských štátov. Spomedzi nich iba Lotyšsko zaznamenalo v roku 2004 fiškálny prebytok, ktorý v tomto roku vykázalo aj Dánsko a Švédsko. Zvyšných desať krajín uzavrelo hospodárenie verejných financií so schodkom. V rámci štandardných hodnotiacich postupov Rada ECOFIN dňa 5. júla 2004 rozhodla, že šesť krajín (Česká republika, Cyprus, Maďarsko, Malta, Poľsko a Slovensko) sa nachádza v situácii nadmerného deficitu. Vo všetkých prípadoch, okrem Cypru, povolila Rada korekcie nadmerných deficitov

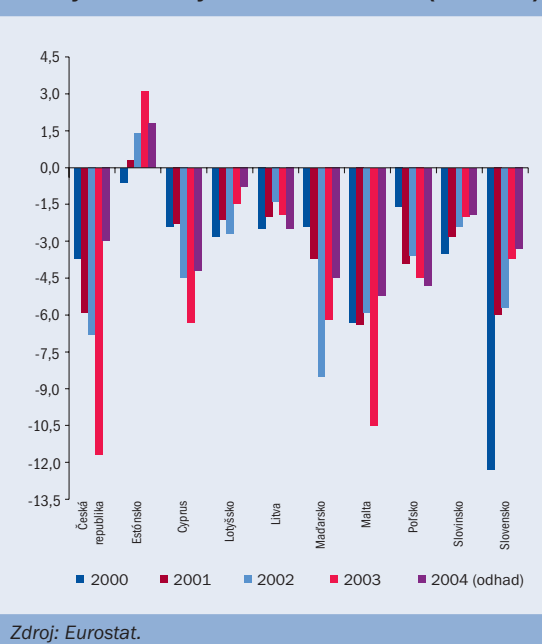
v strednodobom horizonte, vzhľadom na konštatovanú prítomnosť osobitných okolností, konkrétne, že výška deficitu pri vstupe do EÚ bola výrazne nad referenčnou hodnotou a v prípade krajín V4, že v nich prebiehajú štrukturálne zmeny sprevádzajúce proces reálnej konvergencie.

Výkony externého sektora merané saldom bežného účtu boli rôznorodé. Švédsko a Dánsko, rovnako ako v predchádzajúcich rokoch, vykázali v roku 2004 prebytok. Ostatné krajiny zaznamenali schodky. Najvyššie deficity bežného účtu na úrovni okolo 10 % HDP mali pobaltské krajiny, Maďarsko a Malta. Relatívne najpriaznivejšie výsledky spomedzi nových členských štátov zaznamenalo Poľsko, Slovinsko a Slovensko. Vo viacerých krajinách súviselo zistené medziročné prehĺbenie deficitu bežného účtu s výrazným rastom dovozu v dôsledku oživenia domáceho dopytu a vysokých cien ropy. Vo väčšine nových členských štátov má však deficit bežného účtu aj významnú štrukturálnu zložku, obsahujúcu najmä dovozové investičné nároky reálnej konvergencie. V mnohých krajinách sa navyše začal prehĺbovať deficit bilancie výnosov, odzrkadľujúci príjmy spojené s minulým prílevom priamych zahraničných investícií.

Hlavnou udalosťou v oblasti kurzovej politiky v roku 2004 bolo pripojenie Estónska, Litvy a Slovinska (28. júna 2004) k Dánsku, ako účastníckych štátov mechanizmu výmenných kurzov ERM II. Všetky tri krajiny vstúpili do mechanizmu so štandardným fluktučným pásmom $\pm 15\%$ okolo svojich centrálnych parít voči euru, pričom Lotyšsko a Litva si ponechali svoje menové rady (currency boards) ako jednostranný záväzok. Účast' v ERM II nevyvolala žiadne vážne napätia na devízových trhoch účastníckych krajín. Všetky štyri meny sa trvalo obchodovali na úrovni svojich centrálnych parít alebo v ich tesnej blízkosti, pričom krátkodobé úrokové diferenciály voči eurozóne sa udržiavali na nízkej úrovni.

Hlavným cieľom menovej politiky všetkých členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóne je cenová stabilita. Režimy menovej politiky a výmenných kurzov jednotlivých krajín zostali v roku 2004 v zásade nezmenené. Šesť krajín uplatňovalo kurzové ciele (Dánsko, Estónsko, Cyprus, Lotyšsko, Litva, Malta), štyri krajiny inflačné ciele (Česká republika, Poľsko, Švédsko, Spojené kráľovstvo) a tri krajiny kombinované režimy – inflačné ciele so zohľadnením výmenného kurzu (Maďarsko), inflačné ciele a riadený floating (Slovensko), resp. dvojpilierový režim sledujúci menové, reálne, externé a finančné ukazovatele makroekonomických podmienok (Slovinsko). Vo viacerých krajinách sa však uskutočnili niektoré úpravy menovopolitických rámcov, strategicky zacielené na postupnú prípravu menovej politiky na menovú integráciu. Išlo najmä o súvislosti vstupu do ERM II, keď slovinská centrálna banka ukončila trend postupného oslabovania tolaru voči euru

Graf 5 Vývoj salda verejných financií v nových členských štátoch EÚ (v % HDP)

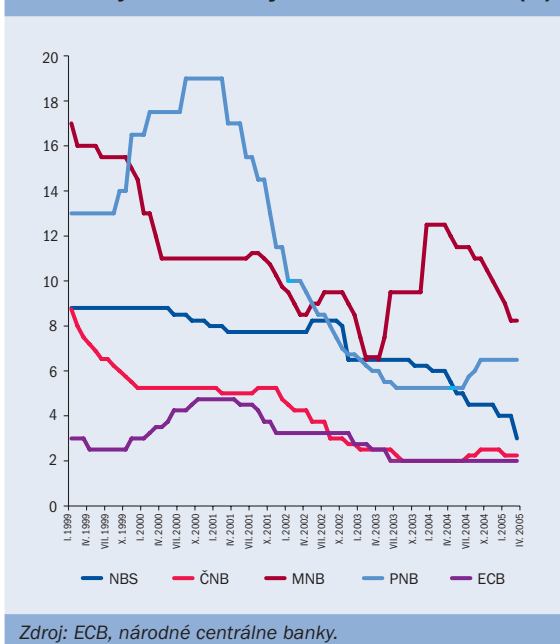


Zdroj: Eurostat.

a centrálna banka Lotyšska ohlásila zmenu naviazania latu z SDR na euro, počínajúc 1. januárom 2005.

Vývoj v krajinách V4

Na rýchlym raste ekonomiky **Českej republiky** v roku 2004 sa podieľali priaznivé výsledky čistého exportu a investície. Napriek silnej apreciácii českej koruny sa vďaka odstráneniu zostávajúcich obchodných bariér po vstupe do EÚ podstatne zlepšila obchodná bilancia, ktorej deficit vo výške 0,8 % HDP bol najnižší od roku 1993. V porovnaní s predchádzajúcim rokom došlo naopak v dôsledku pomalšieho rastu reálnych miezd k spomaleniu rastu súkromnej spotreby a spotreba vlády sa medziročne znížila. Cenový vývoj po deflačnom výsledku v roku 2003 prešiel iba do miernej inflácie, pretože rast cien surovín a ropy bol v podstate eliminovaný posilňovaním domácej meny. Približne polovica cenového nárastu bola pritom vyvolaná administratívnymi opatreniami (najmä zvýšením nepriamych daní). Vývoj na trhu práce v podmienkach prebiehajúcej reštrukturalizácie podnikovej sféry a rýchleho rastu produktivity zaostával za zrýchlením ekonomickej aktivity: znížila sa zamestnanosť a miera nezamestnanosti zostala približne na úrovni predchádzajúceho roka. Priaznivé výsledky zaznamenal vývoj vo verejných financiách. Vďaka rastu ekonomiky, ale aj v dôsledku zmien v rozpočtových pravidlách prijatých v polovici roka 2004, umožňujúcich presun nepoužitých zdrojov do budúceho roka, dosiahol deficit verejnej správy 3 % HDP, čo je podstatne menej, než predpokladal konvergenčný program (5,2 % HDP). Česká národná banka po posúdení cenového vývoja a neistôt vo fiškálnom sektore zvýšila v júni 2004

**Graf 6 Vývoj kľúčových úrokových sadzieb centrálnych bánk krajín V4 a ECB (%)**

Zdroj: ECB, národné centrálné banky.

(po prvýkrát od júla 2001) svoje kľúčové úrokové sadzby o 25 bázických bodov, v auguste o ďalších 25 bázických bodov na výsledných 2,50 %.

Dosiahnuté relatívne vysoké tempo rastu ekonomiky **Maďarska** v roku 2004 bolo výsledkom výrazného zrýchlenia ekonomickej aktivity v druhom polroku. Rast oproti predchádzajúcim rokom nadobudol vyrovnanější charakter. Zatiaľ čo rast súkromnej spotreby sa takmer o polovicu spomalil, rast investícií a najmä exportu sa zrýchlil tempom, ktorého výsledkom bol pozitívny príspevok externého sektora k rastu HDP. Hlavným faktorom tohto posunu bolo utlmenie neúmerne vysokého rastu reálnych miezd vo verejnom sektore (ktorý v ročnom priemere za tri predchádzajúce roky prevyšoval 10 %). Vývoj cien mal v prvom polroku rastúci trend spôsobený prevažne administratívnymi úpravami cien a daní, v druhom polroku najmä vďaka silnej apreciácii forintu inflácia klesala. Vývoj na trhu práce zaznamenal mierny pokles zamestnanosti. Miera nezamestnanosti sa medziročne podstatnejšie nezmenila a dosiahla 5,9 %. Verejné financie skončili v roku 2004 s deficitom 4,5 % HDP, čo je o 1,7 % menej ako v roku 2003. Maďarská centrálna banka vzhľadom na zlepšujúce sa vyhliadky inflácie v priebehu roka 2004 znížila svoje kľúčové sadzby celkovo o 300 bázických bodov na 9,5 %.

Rast reálneho HDP v **Poľsku** dosiahol v roku 2004 5,3 %. Podobne ako v predchádzajúcich rokoch bol hybnou silou rastu ekonomiky export, ktorého výkonnosť neoslabilo ani výrazné zhodnocovanie poľského zlotého v priebehu roka. V domácom dopyte došlo po troch rokoch poklesu k silnému oživeniu investícií, naopak spotreba domácností rástla iba mierne, vzhľadom na

slabý rast reálnych dôchodkov a pretrvávajúcu vysokú nezamestnanosť. Situácia na trhu práce sa však začala mierne zlepšovať: zamestnanosť prestala klesať a mierne sa znížila aj miera nezamestnanosti. Cenový vývoj zaznamenal výrazné zrýchlenie inflácie, vyvolané najmä rastom cien potravín a ropy, ako aj zvýšením nepriamych daní, súvisiacim so záväzkami pri vstupe do EÚ. Fiškálny deficit za rok 2004 predstavoval 4,8 % HDP, čo je podstatne menej než predpokladal rozpočet. Lepšie hospodárenie verejných financií bolo predovšetkým výsledkom podstatne lepšieho než predpokladaného hospodárenia v oblasti sociálneho zabezpečenia. Inflácia spotrebiteľských cien viedla v júni k prekročeniu hornej hranice cieľového intervalu centrálny banky ($2,5 \pm 1$ %) a nad touto hranicou sa udržala do konca roka. Na elimináciu sekundárnych efektov zrýchlenia inflácie zvýšila poľská centrálna banka v krátkom rozmedzí od júna do augusta svoju kľúčovú referenčnú sadzbu o 125 bázických bodov na výsledných 6,5 %.

Hospodársky rast na **Slovensku** aj v roku 2004 zaznamenal v rámci skupiny krajín V4 najrýchlejšie tempo a reálny HDP vzrástol o 5,5 %. Úplne sa pritom zmenili hybné sily rastu a jediným jeho zdrojom bol domáci dopyt, zatiaľ čo príspevok externého sektora bol záporný. Vývoz zaznamenal aj v tomto roku dvojciferné tempo rastu, dovoz však rástol rýchlejšie, ťahaný vysokým investičným, ako aj súkromným spotrebiteľským dopytom. Na rýchly rast súkromnej spotreby vplýval priaznivý vývoj reálnych miezd a nižšie dôchodkové dane. K rastu spotreby prispel, aj v súvislosti s daňovou reformou, povolený presun výplat niektorých zložiek odmien zamestnancov z roku 2003 do roku 2004. Deficit bežného účtu sa medziročne mierne prehýbil v dôsledku vyšších dovozov, ale aj podstatného nárastu sumy repatriovaných ziskov. Trh práce bol charakterizovaný výrazným spomalením rastu zamestnanosti, ktoré okrem iného súviselo s pokračovaním úsporných opatrení vo verejnom sektore. Miera nezamestnanosti po silnom poklese v roku 2003, dosiahnutom vďaka reformným opatreniam, medziročne opäť mierne vzrástla. V cenovom vývoji pokračoval klesajúci trend inflácie, ktorej pretrvávajúca vysoká miera súvisí s uskutočnenými administratívnymi úpravami, predovšetkým dereguláciou cien a zvýšením nepriamych daní. Verejné financie v roku 2004 absorbovali veľký balík reformnej agendy vlády, ktorá sa odzrkadlila tak na strane rozpočtových príjmov, ako aj výdavkov. Daňová reforma zaviedla jednotnú sadzbu vo výške 19 % pre dane z príjmu fyzických i právnických osôb, ako aj pre daň z pridanej hodnoty. Zároveň vstúpili do platnosti viaceré reformy v sociálnej sfére. Zaznamenaný rozpočtový deficit vo výške 3,3 % HDP bol nižší než plánovaný, výsledok však bol v značnej miere ovplyvnený oneskorením výdavkov naviazaných na spolufinancovanie z fondov EÚ. Národná banka Slovenska vzhľadom na permanentné apreciačné tlaky na slovenskú korunu znížila svoje kľúčové sadzby v priebehu roka celkovo o 200 bázických bodov.