

A. VONKAJŠIE EKONOMICKÉ PROSTREDIE



1. SVETOVÁ EKONOMIKA

Globálne trendy vývoja outputu a cien

Po výraznom spomalení ekonomickej aktivity v roku 2001 sa výkonnosť globálnej ekonomiky v roku 2002 zvýšila. Svetový output za rok 2002 vzrástol o 3 % a mierne prevýšil očakávania hlavných medzinárodných inštitúcií, v druhej polovici roka sa však dynamika oživenia spomalila. Do očakávaní trhov sa premietla zvýšená volatilita finančných trhov sprevádzajúca ďalší pokles cien akcií, ako aj rastúce geopolitické tlaky.

Na dosiahnutom raste svetového outputu sa podieľalo oživenie ekonomiky USA, výrazné oživenie v novoindustrializovaných ázijských krajinách a pokračujúce relatívne vysoké tempo rastu ekonomík transformujúcich sa a rozvojových krajín. V eurozóne sa rast spomalil, stagnačný trend si zachovala ekonomika Japonska. Reálny output za región krajín Latinskej Ameriky sa v roku 2002 absolútne znížil (-0,1 %) predovšetkým v dôsledku hlbokkej krízy v Argentíne (s prepadom HDP o 11 %) pri iba miernom raste zvyšných dvoch najväčších ekonomík

Brazílie a Mexika. Nerovnomerné oživovanie regiónov globálnej ekonomiky, ako aj ekonomicke i geopolitické neistoty sa odzrkadlili iba v miernom zrýchlení dynamiky svetového obchodu. Objem svetového obchodu v roku 2002 vzrástol o 2,9 % a zostal pod úrovňou rastu globálneho outputu.

Oslabenie ekonomickej aktivity v eurozóne bolo spôsobené predovšetkým útlmom domáceho dopytu, ktorý čiastočne kompenzovali rozšírené možnosti exportu vďaka oživeniu ekonomiky USA. Iba mierny pokles tempa rastu v transformujúcich sa krajinách strednej a východnej Európy, ktorých ekonomiky sú už značne previazané s ekonomikou eurozóny, resp. Európskej únie (EÚ), bol naopak výsledkom vysokej úrovne domáceho dopytu, ktorý kompenzoval straty na exporte s krajinami EÚ. Relatívne vysoké tempo rastu celej skupiny transformujúcich sa krajín sa však udržalo aj vďaka pokračujúcemu rýchlemu rastu ruskej ekonomiky. Motorom rastu vo východoázijskom regióne bol vysoký dopyt v Číne, ktorej ekonomika zaznamenala ďalšie zrýchlenie rastu a pri stagnácii japonskej ekonomiky vytvárala rozsiahle exportné možnosti ostatným novoindustrializovaným ekonomikám regiónu.

Svetový output v roku 2002

(medziročný rast v %)

	2001	2002	2003 (prognóza)
Svetový output	2,3	3,0	3,2
Vyspelé ekonomiky	0,9	1,8	1,9
USA	0,3	2,4	2,2
Japonsko	0,4	0,3	0,8
Eurozóna	1,4	0,8	1,1
Spojené kráľovstvo	2,0	1,6	2,0
Novoindustrializované ázijské krajiny	0,8	4,6	4,1
Transformujúce sa krajiny	5,1	4,1	4,0
Stredná a východná Európa	3,0	2,9	3,4
Rusko	5,0	4,3	4,0
Rozvojové krajiny	3,9	4,6	5,0
Čína	7,3	8,0	7,5
Brazília	1,4	1,5	2,8

Zdroj: World Economic Outlook, apríl 2003

Iba pomalé oživovanie globálnej ekonomiky vytváralo priaznivý rámec pre vývoj cien. Po všeobecnom poklese cien na komoditných trhoch v roku 2001 vzrástol súhrnný index cien primárnych komodít v roku 2002 približne o 3 %. Cena ropy sa v ročnom priemere zvýšila iba mierne na 25 USD za barel. Vzhľadom na nízku východiskovú úroveň a jej výrazný rast najmä v druhej polovici roka však bola v decembri 2002 o 50 % (cca 28,50 USD za barel) vyššia než v decembri 2001. Rast ceny ropy v roku 2002 nesúvisel s nedostatočnou ponukou – produkcia OPEC-u (bez Iraku) po celý rok prevyšovala cieľovú hodnotu, ale skôr s očakávaniami trhov potenciálneho prerušenia dodávok ropy v dôsledku prípadného vojenského zásahu USA na Strednom východe. Ponukovým šokom, ktorý výrazne zapôsobil na rast cien ropy, bol až decembrový generálny štrajk vo Venezuele. Ceny neenergetických komodít v priebehu roka tiež rýchlo rástli, najmä ceny potravín, nápojov a poľnohospodárskych surovín, ich úroveň však zostala pod historickými štandardmi. Rast cien týchto položiek bol spôsobený predovšetkým nepriaznivými klimatickými podmienkami v hlavných pestovateľských krajinách.

Vývoj spotrebiteľských cien v celosvetovom meradle mal v roku 2002 nižšiu dynamiku než v roku 2001. Index spotrebiteľských cien v skupine vyspelých ekonomík medziročne vzrástol o 1,5 % (v roku 2001 o 2,2 %), spomalenie rastu cien zaznamenala aj skupina rozvojových krajín (na 5,4 % oproti 5,8 % v roku 2001) a transformujúcich sa krajín (11,1 % oproti 16,3 % v roku 2001). V dvanástich kandidátskych krajinách na členstvo v EÚ dosiahla inflácia v roku 2002 v priemere 5,7 % (v roku 2001 9,8 %).

Ceny akcií zaznamenali v roku 2002 ďalší pokles. Široké indexy akciových trhov USA, eurozóny a Japonska v priebehu roka vykazovali v zásade podobné správanie. K prudkému poklesu cien akcií sprevádzanému mimoriadne vysokou volatilitou došlo najmä v období od mája do júla, keď sa vyjasňovali okolnosti odhalení okolo účtovných pravidiel korporácií. Na pokles cien akcií vplývali aj nižšie než očakávané zisky

korporácií a zhoršenie globálneho ekonomického výhľadu. V druhej polovici roka sa tlaky na pokles cien akcií zmiernili, v eurozóne však pretrvávala vysoká volatilita akciového trhu. Celkove za rok 2002 sa ceny akcií v eurozóne, merané širokým indexom Dow Jones EURO STOXX, prepadli o 35 %, pričom najväčší pokles zaznamenali ceny akcií spoločností technologického, telekomunikačného a finančného sektora, ktorých podiel na celkovom poklese širokého indexu prevýšil polovicu. V USA vykázal index Standard and Poor's pokles o 23 %, oveľa výraznejšie však klesli ceny akcií spoločností technologického sektora kótované v indexe Nasdaq Composite, ktorý poklesol o 32 %. V Japonsku stratil index Nikkei 25 19 %, najmä v dôsledku domácich faktorov.

Vývoj na dlhopisových trhoch v USA a eurozóne ovplyvnili v roku 2002 najmä turbulencie na akciových trhoch, ktoré viedli k presunom v portfóliách cenných papierov typu „preletu do bezpečia“ (od akcií k vládnym obligáciám). Výsledkom bol pokles výnosov z 10-ročných vládných obligácií v eurozóne o 90 a v USA o 130 bázických bodov na koncoročných 4,3 % a 3,8 %, pričom do záporného diferenciálu sa americké obligácie dostali hneď na začiatku roka. Vývoj výnosov z dlhodobých vládných obligácií v Japonsku nepodliehal natoľko globálnym vplyvom ako zhoršujúcim sa vyhlídkam oživenia domácej ekonomiky a situácii v bankovom sektore. Po relatívne stabilnom vývoji na úrovni okolo 1,4 % v prvej polovici roka sa výnosy z japonských 10-ročných obligácií znížili na 0,9 % ku koncu roka 2002.

Ústrednou črtou vývoja na devízových trhoch v roku 2002 bolo výrazné oslabenie výmenného kurzu amerického dolára. Silné oslabenie dolára voči euru v prvej polovici roka súviselo so zhoršenými vyhlídkami oživenia americkej ekonomiky a nepriaznivými dosahmi škandálov okolo účtovných pravidiel amerických korporácií na trhy. Ďalšie oslabenie dolára voči euru nastalo koncom roka v dôsledku zväčšenia záporných úrokových diferenciálov voči eurozóne, rastúcich obáv trhov z prehlbovania bežného účtu a vzniku

fiškálneho deficitu v USA, ako aj geopolitických tlakov. Ku koncu roka 2002 dosiahol kurz eura voči doláru 1,05 USD/EUR, čo bolo o 16 % viac než na začiatku roka a o 17 % viac než v priemere za rok 2001. Kurz japonského jenu voči euru bol v priebehu roka 2002 relatívne stabilný, až koncom roka deprecioval, odzrkadľujúc neisté vyhliadky rastu na hlavných trhoch japonských exportérov a neistotu trhov ohľadne riešenia problémov finančného sektora v Japonsku. Ku koncu roka bol kurz eura a jenu na úrovni 124,39 JPY/EUR, čo predstavovalo apreciaciu eura medziročne o 4,1 % a o 14,5 % voči priemeru za rok 2001.

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

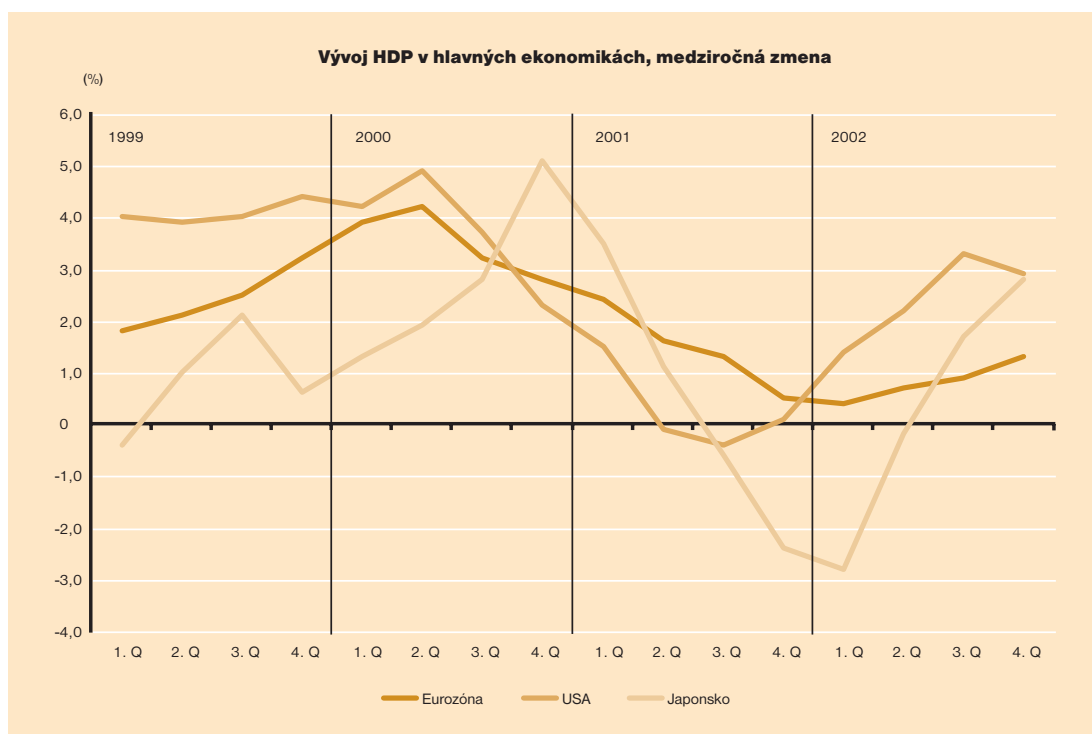
Rast HDP v USA v roku 2002 dosiahol 2,4 %, zatiaľ čo v roku 2001 v dôsledku absolútneho poklesu výkonnosti v prvých troch štvrtrokoch to bolo iba 0,3 %. Charakteristickým sprievodným znakom oživenia bol rýchly rast produktivity v nefarmárskom podnikateľskom sektore. Hlavný podiel na raste HDP mala vysoká úroveň výdavkov domácností smerovaných tak do spotreby, ako aj do investičných aktivít. Podporným faktorom rastu týchto výdavkov bolo v roku 2002 realizované zníženie daní, vedúce k rastu disponibilných dôchodkov. Rast spotreby sa najviac prejavil v segmente tovarov dlhodobej spotreby (automobily). Priaznivé podmienky na trhu s bytmi, kde sa hypotekárne sadzby pohybovali na historických minimách, stimulovali investičné aktivity domácností. Napriek vysokej úrovni spotreby sa v roku 2002 v porovnaní s rokom 2001 zvýšila miera úspor z disponibilného dôchodku (3,9 % oproti 2,3 %), čo zrejme súviselo so zvýšenou neistotou spôsobenou turbulenciami na finančných trhoch a zhoršujúcimi sa vyhliadkami na trhu práce. Vysokú úroveň si udržala aj spotreba verejného sektora, investície podnikového sektora však zaznamenali aj v tomto roku pokles, odzrkadľujúc relatívne nízku ziskovosť podnikov. Výrazný rast produktivity a nízka úroveň využitia výrobných

kapacít vytvárali v ekonomike USA priaznivé podmienky pre vývoj cien. Inflácia (meraná indexom spotrebiteľských cien) dosiahla v roku 2002 1,6 % (v roku 2001 2,8 %) a ceny výrobcov aj napriek rastu cien ropy zaznamenali pokles o 1,3 % (oproti nárastu o 2 % v roku 2001). Miera nezamestnanosti sa medziročne zvýšila o 1 percentuálny bod a dosiahla 5,8 %. Rýchlejší rast dovozu než vývozu tovarov a služieb spôsobil ďalšie prehĺbenie deficitu bežného účtu, ktorý v roku 2002 dosiahol 4,8 % HDP (v roku 2001 3,9 %).

Súhrnným výsledkom vývoja ekonomiky USA v roku 2002 bolo zachovanie jestvujúcej vnútornej a prehĺbenie vonkajšej nerovnováhy charakterizovanej vysokou úrovňou domáceho dopytu uspokojovaného za cenu rastúcej akumulácie dlhu domácností i na úrovni celej krajiny. Hlavnou zložkou vnútorného dlhu je zadlženosť domácností dosahujúca približne 70 % HDP. Od roku 2001 výrazne rastie aj zahraničná zadlženosť v dôsledku presunu záujmu investorov od nákupu akcií súkromných spoločností k vládnym obligáciám, čo implikuje možné problémy s udržateľnosťou deficitu bežného účtu v budúcnosti.

Ekonomika Japonska indikovala v prvom polroku 2002 mierne oživenie vďaka nárastu exportu najmä do nových ázijských ekonomík, ktorý podporil rast priemyselnej produkcie. So zvyšovaním geopolitických tlakov sa rast zahraničného dopytu spomalil, čo pri slabšej dynamike súkromných investícií v podmienkach nevyužitých kapacít viedlo iba k miernemu celoročnému rastu HDP o 0,3 % (0,4 % v roku 2001) a nárastu miery nezamestnanosti na 5,4 % (v roku 2001 5,0 %). Vývoj cien v Japonsku mal aj v roku 2002 deflačný trend, index spotrebiteľských cien sa v priemere znížil o 0,9 % (v roku 2001 bol pokles o 0,7 %). Podmienky v externom sektore umožnili zvýšiť prebytok bežného účtu na 2,8 % HDP (v roku 2001 2,1 % HDP).

Ekonomický vývoj v eurozóne sa po počiatočných náznakoch oživenia vyznačoval počas celého roka 2002 nízkou dynamikou, ktorej výsledkom bolo ďalšie medziročné spomalenie rastu



HDP na 0,8 % (v roku 2001 1,4 %). Neisté globálne ekonomické prostredie podmienilo výrazné obmedzenie kapitálových výdavkov, ktoré pri poklese hrubej tvorby kapitálu o 2,5 % spôsobilo zníženie príspevku domáceho dopytu k rastu HDP eurozóny v roku 2002 na 0,2 %. Príspevok čistého exportu dosiahol 0,6 %, keď vývoz vzrástol o 1,2 % a dovoz poklesol o 0,3 %.

Na pokles investícií podnikov eurozóny v roku 2002 pôsobili jednak neisté vyhliadky oživenia, jednak znižujúca sa ziskovosť európskych firiem v podmienkach hospodárskeho útlmu a zhodnocujúceho sa eura, čo viedlo k orientácii cenovej politiky firiem na udržanie si podielov na exportných trhoch, jednak pravdepodobne aj prudký pokles cien akcií implikujúci vyššie náklady na navyšovanie kapitálu, ako aj nižší dopyt domácností po investíciách do bývania. Spomalenie rastu súkromnej spotreby z 1,8 % v roku 2001 na 0,6 % v roku 2002 bolo dôsledkom nižšieho rastu reálneho disponibilného dôchodku domácností vzhľadom na pomalší rast zamestnanosti.

Hybnou silou ekonomickej aktivity v eurozóne bol aj v roku 2002 sektor služieb pri vykázanom náraste trhových služieb o 1,3 %. Na iba mier-

nom náraste pridanej hodnoty v priemysle (bez stavebníctva) o 0,2 % sa odzrkadlilo doznievanie kontrakcie z roka 2001. V prvej polovici roka 2002 došlo v priemysle k oživeniu sledujúceho rastu zahraničného dopytu. So zhoršením ekonomických vyhliadok sa však dynamika priemyselnej aktivity znižovala a v poslednom štvrťroku na štvrťročnej báze zaznamenala opäť pokles. Output stavebníctva, meraný reálnou pridanou hodnotou, sa v roku 2002 absolútne znížil o 1,5 %.

Klesajúca výkonnosť ekonomiky Nemecka z roku 2001 vyústila v roku 2002 do stagnácie, keď ročný rast HDP dosiahol 0,2 % vďaka istému oživeniu v poslednom štvrťroku. Mierny rast exportu iba čiastočne kompenzoval slabý domáci dopyt odzrkadľujúci pokles fixných investícií, ako aj nízky rast súkromnej spotreby. Hlavnou príčinou poklesu investičnej aktivity bol pretrvávajúci kolaps stavebníctva vo východnom Nemecku. V roku 2002 sa však prejavili aj všeobecnejšie problémy nemeckej ekonomiky súvisiace s klesajúcou ziskovosťou podnikového sektora a jeho zhoršujúcou sa schopnosťou splácať vysoké objemy úverov z obdobia ekonomickej expanzie. Do pozornosti sa dostala aj

klesajúca efektívnosť samotného nemeckého bankového sektora stojaceho pred nevyhnutnosťou zásadnejšej reštrukturalizácie, ktorá je však brzdená rigidným pracovným zákonodarstvom.

K spomaleniu rastu došlo vo všetkých krajinách eurozóny okrem Fínska (kde príznaky recesie kulminovali na prelome rokov 2001 a 2002). Najrýchlejšie tempo rastu zaznamenala ekonomika Grécka (4,0 %), zatiaľ čo rast HDP v dlhodoboj najdynamickejšej ekonomike Írska (9,8 % v priemere za obdobie 1995 – 2000) sa spomalil na 3,3 %. Tempá rastu ekonomík eurozóny sa tak v roku 2002 opäť zblížili, keď rozdiel medzi najrýchlejšie (Grécko) a najpomalšie (Luxembursko s 0,1 % HDP) rastúcou ekonomikou sa zmenšil na 3,9 percentuálneho bodu (v roku 2001 5,1 bodu). Z veľkých ekonomík vyšší než priemerný rast HDP za eurozónu bol vo Francúzsku (1,1 %) a Španielsku (2,0 %), v Taliansku sa rast spomalil na 0,4 % HDP. Rast vo väčšine malých ekonomík dosiahol zhruba priemer eurozóny (0,7 – 0,8 % HDP).

Oslabená hospodárska aktivita sa prejavila v zhoršujúcich sa podmienkach trhu práce, kde

s klesajúcou ponukou pracovných príležitostí mierne vzrástla nezamestnanosť. Štandardizovaná miera nezamestnanosti v eurozóne v priemere za rok 2002 dosiahla 8,3 %, t. j. 11,4 milióna osôb. Vývoj na trhu práce eurozóny v roku 2002 mal všeobecný charakter bez osobitných diferenciacných dosahov na jednotlivé skupiny pracujúcich a nevyznačoval sa podstatnejšími odchýlkami ani na národných trhoch práce.

Priemerná miera inflácie, meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP), za rok 2002 bola v eurozóne 2,2 % (2,4 % v roku 2001). Inflácia mala počas roka nerovnomerný priebeh v dôsledku nepriamych efektov predchádzajúcich šokov z oblasti cien ropy a potravín, ako aj depreciácie kurzu eura. S vylúčením volatilnejších zložiek nespracovaných potravín a energií vzrástol HICP medziročne z 2,0 % na 2,5 %. Tento vývoj bol spôsobený rýchlym rastom cien služieb. Ceny niektorých druhov služieb výrazne vzrástli začiatkom roka v súvislosti so zavedením eurobankoviek a mincí. Zrýchlený rast cien služieb v ročnom priemere o 3,1 % (2,7 % v roku 2001) však bol podmienený najmä vývojom jednotkových nákladov práce.



Zavedenie eurobankoviek a mincí vyvolalo prudký nárast vnímanej inflácie u obyvateľstva vzhľadom na to, že zvýšenie cien sa koncentrovalo v úzkom koši najpoužívanejších služieb (reštaurácie, kaderníctva, čistiarne) a tovarových položiek bežnej spotreby (potraviny) s relatívne vysokými cenovými efektmi zaokrúhľovania v novej mene a s bežnou úhradou v hotovosti. Fenomén extrémne vysokej vnímanej inflácie mal iba prechodný charakter a inflačné očakávania verejnosti sa v priebehu roka znižovali. Inflačný efekt zo zavedenia eura predstavoval podľa prepočtov v rôznych krajinách v skutočnosti 0,2 – 0,6 %, pričom jeho výšku významne ovplyvnili národné štruktúry maloobchodných sietí.

Rast cien v jednotlivých krajinách eurozóny v roku 2002 odzrkadľoval rozdielne dosahy energetických a potravinových cenových šokov na národné ekonomiky, rozdiely vo vývoji pracovných nákladov, zmeny regulovaných cien a nepriamych daní, ako aj dosahy zavedenia eurobankoviek a mincí. Rast cien (meraný HICP) dosiahol v Nemecku 1,3 % (najmenej v eurozóne). Nižší než v priemere za eurozónu (2,2 %) bol rast cien vo Francúzsku (1,9 %), Belgicku, Rakúsku a Fínsku. Najvyššiu infláciu pri jej medzročnom zrýchlení zaznamenali Írsko (4,7 %), Grécko (3,9 %) a Španielsko (3,6 %). Nadpriemernú infláciu zaznamenalo aj Taliansko (2,6 %) a pri jej medzročnom spomalení aj Holandsko (3,9 %) a Portugalsko (3,7 %). Inflačný diferenciál medzi členskými štátmi eurozóny v roku 2002 predstavoval 3,3 percentuálneho bodu (Írsko vs. Nemecko), čo je rovnaká úroveň ako v roku 2001.

Ceny priemyselných výrobcov (bez stavebníctva) poklesli v eurozóne v priemere za rok 2002 o 0,1 % (v roku 2001 vzrástli o 2,2 %). Výraznejšie, o 2,4 %, poklesla ich energetická zložka (oproti nárastu o 2,8 % v roku 2001), a to najmä v dôsledku apreciacie eura v priebehu roka (pri v podstate medzročne nezmenených dolárových cenách ropy, v eurách sa cena ropy znížila približne o 5 %). Na vývoj cien výrobcov vplývali aj utlmené podmienky dopytu, ktoré neumožňovali firmám zvyšovať ceny.

Bežný účet eurozóny za rok 2002 zaznamenal prebytok 62,1 mld. EUR (v roku 2001 schodok 13,8 mld. EUR) vďaka podstatnému nárastu prebytku obchodnej bilancie (102,7 mld. EUR oproti 49,7 mld. EUR v roku 2001) spôsobenému miernym nárastom vývozu, najmä však poklesom dovozu kapitálových statkov v podmienkach utlmeného domáceho dopytu, ako aj vďaka znižujúcim sa efektom apreciacie eura na hodnotu dovozov. Pri nepresvedčivom oživovaní zahraničného dopytu sa rast vývozu podarilo dosiahnuť pravdepodobne aj tým, že európski exportéri znížili svoje ziskové marže, aby vyrovnali nepriaznivé dosahy apreciacie eura na svoju konkurenčnú schopnosť.

Súhrnný účet priamych a portfóliových investícií eurozóny zaznamenal v roku 2002 čistý prílev 29,4 mld. EUR oproti čistému odlevu 63,4 mld. EUR v roku 2001. Táto zmena súvisela najmä s redukciou čistého odlevu priamych investícií v dôsledku prudkého poklesu medzinárodných fúzií a akvizícií, ale aj s vysokým čistým prílevom portfóliových investícií do eurozóny. Portfóliové toky boli primárne ovplyvnené skupinou dlhových nástrojov. Investície rezidentov do zahraničných dlhových nástrojov sa znížili, zatiaľ čo nákupy domácich bondov nerezidentmi výrazne vzrástli. V roku 2002 výrazne vzrástli aj cezhraničné investície (tak prílev, ako aj odlev) do nástrojov peňažného trhu, čo pravdepodobne súviselo s globálnymi neistotami v podnikovom sektore.

Makroekonomické podmienky v 3 krajinách EÚ, ktoré nie sú členmi eurozóny (Dánsko, Švédsko, Spojené kráľovstvo), nie sú sice priamo determinované jednotnou menovou politikou ECB, podľa Zmluvy o EÚ však konečným cieľom menovej politiky všetkých týchto krajín je udržiavanie cenovej stability. Ich ekonomický vývoj a plnenie záväzkov fiškálnej stability v rámci Paktu stability a rastu podlieha pravidelnému hodnoteniu európskych inštitúcií.

Rast HDP v Dánsku dosiahol v roku 2002 1,6 % (1,4 % v roku 2001) vďaka domácejmu dopytu, najmä súkromnej spotrebe podporenej

daňovou reformou. Miera nezamestnanosti zostala na úrovni 4,5 %, inflácia (HICP) dosiahla 2,4 %. Rastúca ponuka práce oslabovala mzdové tlaky, čo spolu s rastom produktivity podporilo udržanie konkurenčnej schopnosti dánskej ekonomiky. Verejné financie Dánska sú konsolidované, rozpočtový prebytok dosiahol 1,9 % HDP napriek realizovanej penzijnej reforme. Vládny dlh má klesajúci trend a v roku 2002 dosiahol 45,2 % HDP. Dánsko bolo v roku 2002 jedinou krajinou zúčastňujúcou sa na ERM II, sledujúc úzke pásmo $\pm 2,25$ % centrálnej parity DKK voči EUR. V roku 2002 sa DKK nachádzala mierne v apreciačnom pásme.

Rast HDP vo Švédsku sa v roku 2002 zrýchlil a dosiahol 1,9 % (v roku 2001 1,1 %), zásluhou čistého exportu a oživenia domácej súkromnej spotreby podporenej znížením daní, nižšími úrokovými sadzbami a nízkou nezamestnanosťou (4,9 %). Inflácia (HICP) za rok 2002 dosiahla 2 %. Vo fiškálnom sektore došlo k obratu, keď z prebytku 4,5 % HDP v roku 2001 sa rozpočet verejných financií v roku 2002 dostal do deficitu 1,2 % HDP v dôsledku zníženia daní a nárastu niektorých výdavkov. Podiel verejného dlhu na HDP sa znížil na 52,4 % HDP. Švédsku centrálna banka uplatňuje flexibilný výmenný kurz a menovú politiku explicitného inflačného cieľa rastu indexu spotrebiteľských cien o 2 % s toleranciou ± 1 percentuálny bod. Na vývoj kurzu švédskej koruny vplýval vývoj na finančných trhoch a špekulácie okolo prijatia eura vo Švédsku. V priebehu roka sa mena posilnila voči euru približne o 1,5 %.

Rast HDP v Spojenom kráľovstve sa v roku 2002 spomalil a dosiahol 1,6 % (v roku 2001 2,0 %), so zrýchlením v druhej polovici roka v dôsledku rastu súkromnej spotreby a verejných výdavkov. Podnikateľské investície zaznamenali pokles, podmienený najmä poklesom cien akcií a neistými vyhládkami vývozu. Inflácia (HICP) dosiahla 1,3 % pri výraznom zrýchlení rastu cien služieb a cenovom útlme v obchodovateľnom sektore v dôsledku nízkeho dopytu a vysokej konkurencie na globálnych trhoch. Miera nezamestnanosti dosiahla 5,2 %. Verejné financie po

prebytkovej pozícii v predchádzajúcich rokoch zaznamenali v roku 2002 deficit 1,4 % HDP spôsobený zvýšením vládnych výdavkov a výpadkom príjmov z priamych, najmä podnikových daní. Dlhový pomer sa mierne znížil na 38,6 % HDP. Menová politika Bank of England sa realizuje v podmienkach flexibilného výmenného kurzu, explicitný inflačný cieľ je definovaný vládou ako ročné zvýšenie indexu maloobchodných cien s vylúčením úrokových platieb z hypoték (RPIX) o 2,5 % (inflácia RPIX v roku 2002 predstavovala 2,2 %). Výmenný kurz britskej libry voči euru sa v priebehu roka mierne znehodnotil.

Menové podmienky a fiškálna politika

Pri nepresvedčivom nástupe oživenia ekonomiky USA sa úrokové sadzby v krajine v roku 2002 udržiavali na historicky nízkych úrovniach. Po celkovej redukcii cieľovej hodnoty pre sadzbu z federálnych fondov o 425 bázických bodov z roku 2001 pristúpil Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) **FRS** v novembri 2002 k ďalšiemu zníženiu sadzby o 50 bázických bodov na výsledných 1,25 %. Fiškálna politika v USA bola značne expanzívna, keď saldo federálneho rozpočtu za fiškálny rok 2002 zaznamenalo deficit 1,5 % HDP (oproti prebytku 1,3 % HDP z roku 2001). Fiškálny deficit bol predovšetkým výsledkom diskretných opatrení (efekt zníženia daní z polovice roku 2001 a stimulačných opatrení z marca 2002), čiastočne aj dôsledkom automatickej reakcie rozpočtu na ekonomický cyklus. Hrubý dlh vlády sa v roku 2002 zvýšil a dosiahol 59,2 % HDP (v roku 2001 57,7 % HDP).

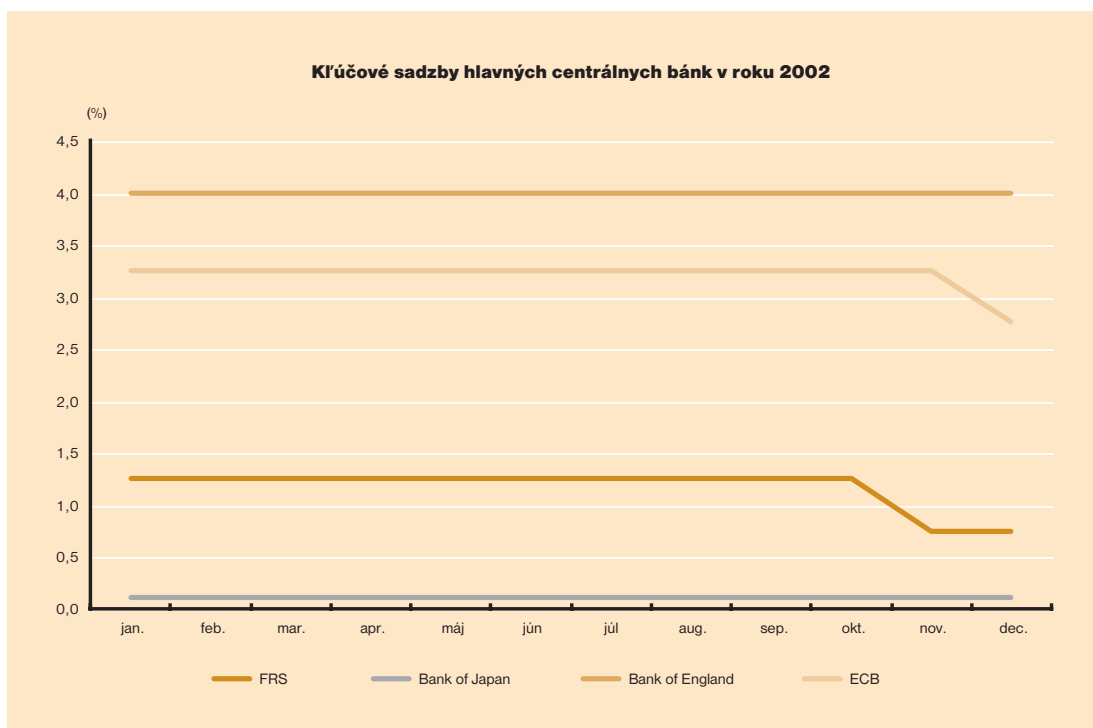
Pri pokračujúcich deflačných tlakoch v japonskej ekonomike zvýšila japonská centrálna banka v roku 2002 svoj cieľový interval pre zostatky na bežných účtoch vedených v **Bank of Japan**, ktoré od roku 2001 v rámci politiky kvantitatívnej peňažnej expanzie uplatňuje ako svoj hlavný operačný cieľ. Centrálna banka podstatne zvýšila aj sumu priamych nákupov dlhodobých vládnych obligácií. Táto operačná stratégia sa

bude uplatňovať tak dlho, kým sa ročná miera zmeny indexu spotrebiteľských cien nestabilizuje na úrovni 0 % alebo vyššej. V októbri 2002 vyhlásila vláda program na riešenie zlých úverov, ktorého ambíciou je do konca fiškálneho roka 2004 znížiť podiel nedobytných pohľadávok hlavných japonských bánk na polovicu a zároveň vytvoriť podmienky na revitalizáciu životaschopných dlžníkov. V rámci fiškálnej politiky došlo aj v roku 2002 k dodatočnému navýšeniu rozpočtových výdavkov na posilnenie sociálnej záchrannej siete pre nezamestnaných a na podporu malých a stredných podnikov. Deficit verejných financií za rok 2002 dosiahol 7,7 % HDP (v roku 2001 7,2 % HDP). Dlhový pomer sa zvýšil takmer o 10 percentuálnych bodov a dosiahol 154,4 % HDP.

Podmienky pre menovú politiku v eurozóne neboli v roku 2002 jednoznačné. Napriek spomaleniu hospodárskeho rastu poklesla inflácia HICP medziročne iba mierne a úrovňou 2,2 % sa udržala nad definičnou hodnotou menovej stability 2 %. Riadiaca rada **ECB** preto v priebehu roka udržiavala základnú sadzbu z hlavných refinančných operácií na nemennej úrovni 3,25 % a až v decembri, vzhľadom na kontinuálnu apre-

ciáciu eura a pretrvávajúci útlm ekonomickej aktivity posilnený rastúcimi neistotami geopolitického vývoja, rozhodla o znížení kľúčových sadzieb o 50 bázických bodov na 2,75 %.

Rozhodovanie Riadiacej rady ECB sa opieralo o analýzy vývoja širokého peňažného agregátu M3 (prvý pilier menovopolitickej stratégie ECB), ktorého rast sa v roku 2002 zrýchlil v priemere na 7,4 % (v roku 2001 5,5 %). Veľmi nízke krátkodobé úrokové sadzby, a teda nízke alternatívne náklady držby najlikvidnejších zložiek M3, sa odzrkadlili v zrýchľujúcej sa dynamike rastu najmä úzkeho agregátu M1 (až na 8,8 % v 4. štvrtroku). Trojmesačný pohyblivý priemer ročného rastu M3 sa v priebehu roka znižoval, zostával však značne nad referenčnou hodnotou 4,5 %. Analýzy v rámci druhého piliera sledujúceho cenový vývoj a širšie podmienky ekonomickej aktivity ukazovali, že reálny rast HDP eurozóny v roku 2002 zostával pod trendovou úrovňou potenciálneho outputu. Výhľad globálneho oživenia sa zhoršoval v dôsledku vývoja na finančných trhoch, neistoty boli aj okolo cenového vývoja. Okrem štandardného rizika ohľadne cien ropy, bol rast spotrebiteľských cien v eurozóne, najmä začiatkom roka, relatívne vysoký



(čiastočne v dôsledku zavedenia eurobankoviek a mincí a nárazového zvýšenia cien niektorých položiek spotrebného koša). Riziká pre cenovú stabilitu však predstavovali najmä mzdový vývoj a rýchly rast cien v sektore služieb, ktoré však postupne oslabovala kontinuálna apreciácia eura.

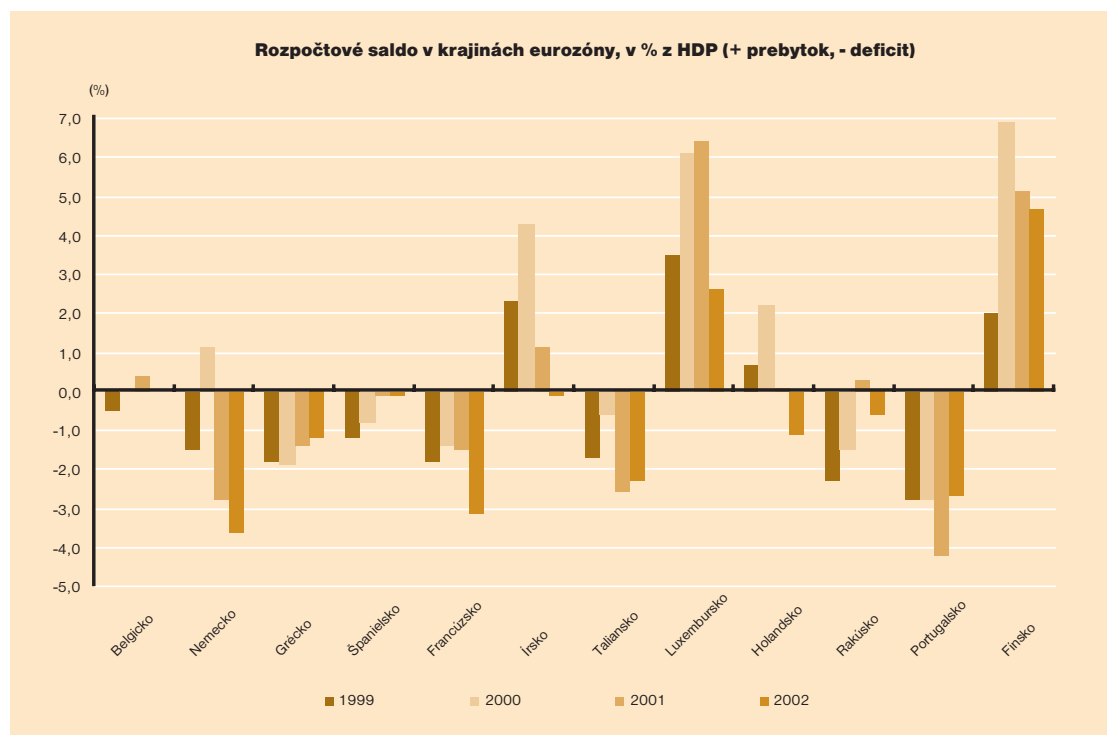
Fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2002 v priemere zhoršila a zaznamenala deficit 2,2 % HDP (v roku 2001 1,6 %). Rozpočtový vývoj bol ovplyvnený predovšetkým pôsobením automatických stabilizátorov v podmienkach nízkej úrovne ekonomickej aktivity, vo viacerých krajinách však aj štatistickými revíziami rozpočtových údajov z roku 2001, prevýšením rozpočtových výdavkov a nižšími rozpočtovými príjmami v dôsledku uskutočnených daňových reforiem. K výslednému všeobecnému uvoľneniu podmienok fiškálnej politiky nedošlo iba v Holandsku, Portugalsku a Španielsku, kde naopak medziročne prevládla fiškálna reštrikcia.

Problémy vo fiškálnom vývoji zaznamenali najmä krajiny, ktoré vykazovali značnú fiškálnu nerovnováhu už v roku 2001 (Portugalsko, Nemecko). Referenčnú hranicu 3 % HDP prekročili deficitu za rok 2002 v Nemecku (3,6 %) a Fran-

cúzsku (3,2 %). V novembri 2002 rozhodla Rada ECOFIN o existencii nadmerného deficitu v Portugalsku za rok 2001, v januári 2003 o nadmernom deficite v Nemecku za rok 2002 a v rovnakom čase udelila varovné upozornenie Francúzsku.

Všeobecne sa nepodarilo dodržať ani strednodobé zámery fiškálnej konsolidácie vo vyrovnanej alebo prebytkovej rozpočtovej pozícii cieľene v programoch stability členských štátov v rámci Paktu stability a rastu (SGP). Na posilnenie konsolidačného úsilia prijala euroskupina v októbri 2002 fiškálnu stratégiu pre krajiny s pretrvávajúcou fiškálnou nerovnováhou. Od roku 2003 by mali tieto krajiny kontinuálne zlepšovať svoje základné rozpočtové saldo (t. j. štrukturálne saldo očistené od vplyvov ekonomického cyklu) minimálne o 0,5 % HDP ročne.

Dôraz, ktorý sa v roku 2002 položil v EÚ – a eurozóna zvlášť – na nevyhnutnosť urýchlenia konsolidácie verejných financií členských štátov a uskutočnenie relevantných systémových reforiem, vyplynul zo zistení o nedostatočnom využití možností fiškálnej konsolidácie v období ekonomickej expanzie 1999 – 2000, resp. precenenia



stability ekonomickej výkonnosti a následného znižovania daní bez príslušného systémového prístupu k reformám výdavkovej strany rozpočtov. Fungovanie automatických stabilizátorov v období spomalenia rastu 2001 – 2002 potom spôsobilo neúmerne zhoršenie fiškálnej nerovnováhy. V krajinách, kde predchádzajúci priaznivý rozpočtový vývoj bol výsledkom reálnej fiškálnej konsolidácie, sa na druhej strane aj v rokoch oslabeného rastu podarilo udržať rozpočtové saldá v podstatne priaznivejších pozíciách.

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

Pomer verejného dlhu k HDP sa v priemere za eurozónu v roku 2002 znížil iba marginálne (o 0,1 %) a dosiahol 69,1 %. Hrubý dlh v troch najzadlženejších krajinách (Belgicko, Grécko a Taliansko) zostal aj v roku 2002 nad úrovňou 100 % HDP, vo všetkých týchto krajinách však došlo k jeho poklesu o 2 – 3 percentuálne body (v Taliansku v dôsledku jednorazovej finančnej operácie).

2. EKONOMICKÝ VÝVOJ V KANDIDÁTSKÝCH KRAJINÁCH NA ČLENSTVO V EÚ

Pre kandidátske krajiny na členstvo v EÚ bol rok 2002 významným medzníkom. V decembri na summite EÚ v Kodani ukončilo 10 kandidátskych krajín (z celkového počtu 12, t. j. okrem Bulharska a Rumunska) prístupové rokovania a dostalo pozvánku na vstup do EÚ v máji roku 2004, aby sa už v júni 2004 mohli zúčastniť na voľbách do Európskeho parlamentu. Zodpovedajúco kritériám, ktoré pre členstvo v EÚ stanovil kodanský summit EÚ z roku 1993, hodnotiace správy európskych inštitúcií konštatovali, že tieto

Hlavné makroekonomické ukazovatele v kandidátskych krajinách (medziročná zmena v %)

	HDP			Inflácia ^{1/}			Miera nezamestnanosti ^{2/}			Bežný účet		
	2001	2002	2003 ^{3/}	2001	2002	2003	2001	2002	2003 ^{3/}	2001	2002	2003 ^{3/}
Česká republika	3,1	2,0	2,8	4,7	1,4	1,5	8,1	7,3	7,0	-5,7 ^{3/}	-5,3 ^{3/}	-4,3
Maďarsko	3,7	3,3	3,7	9,2	5,3	5,0	5,7	5,8	6,2	-3,4	-4,1	-4,4
Poľsko	1,0	1,3	2,5	5,5	1,9	1,1	18,2	20,0	20,6	-4,1	-3,6	-4,2
Slovensko	3,3	4,4	3,7	7,3	3,3	8,8	19,2	18,5	18,2	-8,6	-8,2	-6,9
Slovinsko	3,0	3,0	3,4	8,5	7,5	6,0	6,4	6,4	6,3	0,1	1,8	1,4
Estónsko	5,0	5,6	4,9	5,8	3,6	3,5	12,6	10,3	10,0	-6,1	-12,3	-10,3
Litva	5,9	5,9	4,5	1,3	0,3	1,0	17,3	16,9	16,2	-4,8	-4,4	-3,0
Lotyšsko	7,9	6,1	5,5	2,5	1,9	2,5	13,1	12,3	11,1	-9,6	-7,8	-8,5
Malta	-0,8	3,0	3,1	2,9	2,2	2,7	6,5	6,9	6,6	-5,0	-4,7	-4,9
Cyprus	4,1	2,0	2,0	2,0	2,8	4,3	3,9	3,3	3,4	-4,3	-5,3	-4,3
Bulharsko	4,0	4,3	4,5	7,4	5,8	4,5	19,7	17,8	16,5	-6,1	-4,5	-5,0
Rumunsko	5,7	4,9	4,9	34,5	22,5	16,0	6,6	8,4	8,7	-5,5	-3,4	-3,7

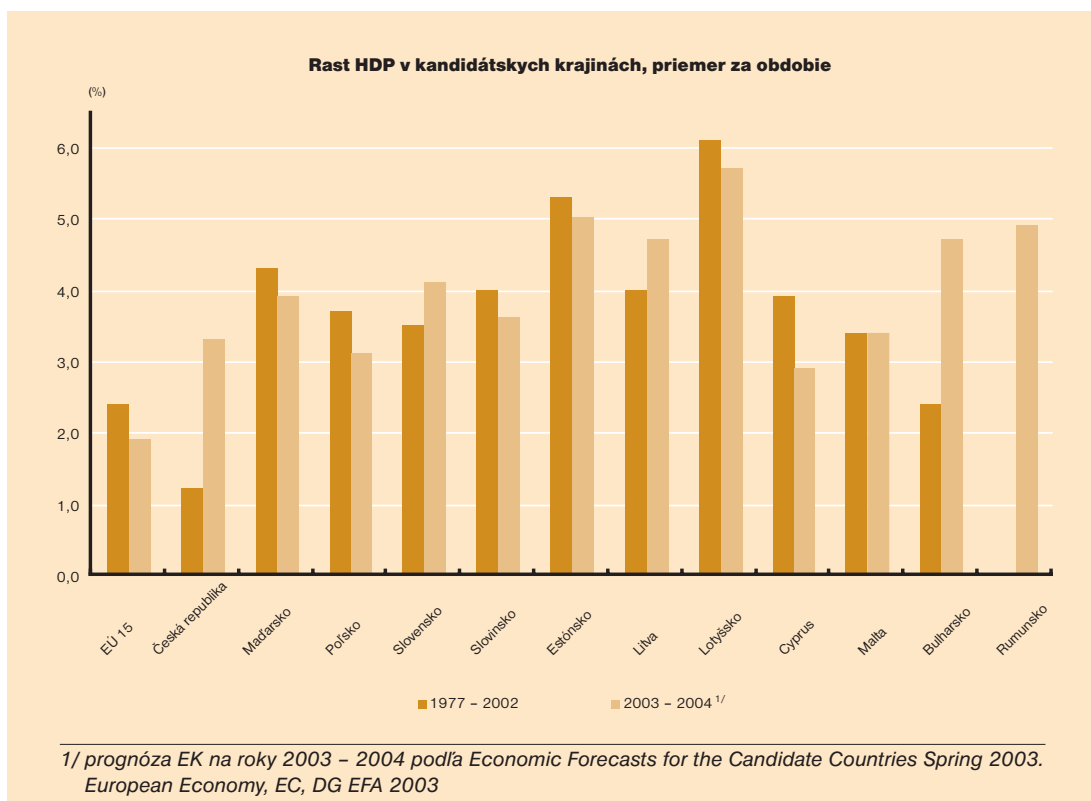
Zdroj: *Economic Forecasts for the Candidate Countries Spring 2003. European Economy, EC, DG EFA 2003*

1/ CPI, ročný priemer

2/ ILO definícia

3/ po revízii ČNB z marca 2003

*/ prognóza



krajiny sa stali dobre fungujúcimi trhovými ekonomikami a budú schopné čeliť konkurenčným tlakom na trhoch EÚ.

Kandidátske krajiny strednej a východnej Európy boli všeobecne najviac úspešné v dosahovaní pomerne rýchleho tempa ekonomického rastu. Okrem Českej republiky rast HDP dlhodobovo preyšoval rast v EÚ, dochádzalo teda k ekonomickému dobiehaniu, ktoré navyše podporovala aj reálna apreciácia výmenných kurzov. Rýchle tempo rastu sa však v týchto krajinách, s výnimkou Slovinska, dosahovalo za cenu pomerne výraznej vonkajšej nerovnováhy. V Poľsku a na Slovensku mal ekonomický rast len obmedzený dosah na znižovanie miery nezamestnanosti. Dezinflácia postupovala najrýchlejšie v Českej republike a na Slovensku.

Ekonomický vývoj skupiny krajín V4 (Česká republika, Maďarsko, Poľsko, Slovensko) bol v roku 2002 dotknutý oslabenou ekonomickou aktivitou v EÚ a osobitne Nemecka, ktoré je ich hlavným obchodným partnerom. V týchto podmienkach relatívne slušné tempo rastu HDP

si tieto krajiny udržali vďaka vysokej úrovni domáceho dopytu, čiastočne stimulovaného uvoľnenejšími fiškálnymi politikami, ale aj rastúcou dôverou v udržateľnosť dosiahnutej makroekonomickej stability.

Cenový vývoj v Českej republike bol v roku 2002 ovplyvnený najmä výrazným zhodnotením českej koruny, ktoré sa v dôsledku tlmiaceho efektu cien obchodovateľných tovarov a cien dovážaných energetických surovín prejavilo v znížení inflácie. Na pokles dynamiky spotrebiteľských cien pôsobil aj nižší rast regulovaných cien. Odloženie viacerých cenových deregulácií prispelo k nízkej inflácii aj na Slovensku. Na cenový vývoj v Maďarsku pôsobila relatívne rýchlo sa šíriaca mzdová inflácia, ktorá následne značne oslabil konkurenčnú schopnosť ekonomiky. Nízka inflácia v Poľsku zodpovedala slabým dopytovým tlakom v spodnej fáze cyklu ekonomiky a mzdovej reštrikcii vo verejnom sektore.

Spomalenie rastu HDP v Českej republike na 2 % v roku 2002 bolo dôsledkom augustových

povodní, apreciácie výmenného kurzu českej koruny, útlmu ekonomickej aktivity hlavných obchodných partnerov a značnej volatility cien ropy. Rast ekonomiky stimulovala súkromná i verejná spotreba a v menšej miere export. Značný nárast disponibilných dôchodkov domácností bol výsledkom veľmi nízkej inflácie a rastu reálnych miezd. Výrazne vzrástla verejná spotreba, ťahaná jednorazovými vojenskými objednávkami, výdavkami spojenými s povodňami a vysokým tlakom na sociálne platby. Uvoľnená fiškálna politika sa odzrkadlila vo zvýšení deficitu verejných financií. Výraznejší pokles dovozných než vývozných cien spôsobil, že napriek vyššiemu prírastku objemu dovozu než vývozu sa deficit obchodnej bilancie medziročne znížil. Vysoký prílev priamych zahraničných investícií plne pokrýval deficit bežného účtu.

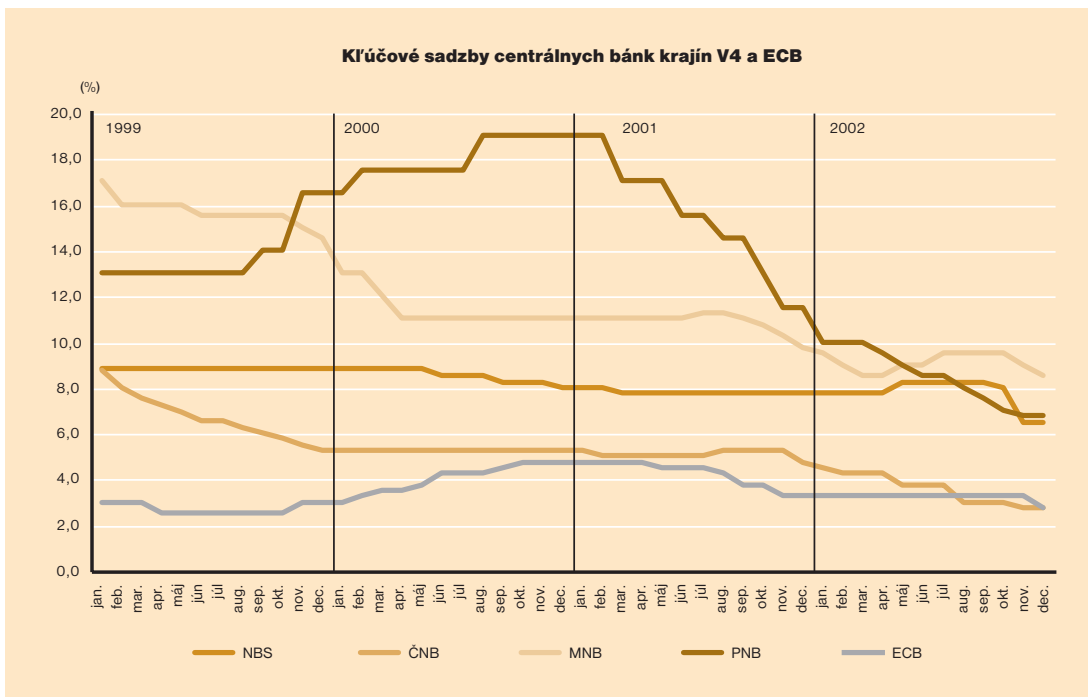
V Maďarsku došlo v roku 2002 k značnému narušeniu základných makroekonomických rovnováh, keď spotreba, výrazne podporená zvýšením miezd vo verejnom sektore a zvýšením minimálnej mzdy, expandovala viac ako dvojnásobne vyšším tempom (8 %) než rast HDP (3,3 %). Veľmi prudký nárast (o 20 %) znamenal output stavebníctva, v ktorom sa odzrkadľoval jednak boom súkromnej bytovej výstavby, ale aj vysoké verejné investície do cestnej infraštruktúry. V dôsledku zastavenia viacerých prevádzok multinacionálnych investorov začala rásť nezamestnanosť v súkromnom sektore, ktorú však v roku 2002 vyrovnával rast zamestnanosti podporený mzdovou politikou vo verejnom sektore, ako aj aktívnou politikou na trhu práce. Fiškálna politika bola v roku 2002 mimoriadne expanzívna, vysoký deficit verejných financií bol jednak výsledkom jednorazových

Menová politika a režimy výmenného kurzu v kandidátskych krajinách

Stratégia výmenného kurzu ^{1/}		Charakteristiky
<i>Currency board</i>		
Bulharsko	Currency board voči euru	Zavedený v roku 1997
Estónsko	Currency board voči euru	Zavedený v roku 1992
Litva	Currency board voči euru	Zavedený v roku 1994; vo februári 2002 zmena väzby z USD na EUR
<i>Konvenčné fixné zavesenie</i>		
Lotyšsko	Väzba na SDR	Fluktučné pásmo ± 1 %
Malta	Väzba na kôš mien	Menový kôš (EUR, USD, GBP), fluktučné pásmo $\pm 0,25$ %
<i>Jednostranné zavesenie na euro s fluktučným pásmom ± 15 %</i>		
Cyprus	Peg na euro s fluktučným pásmom ± 15 %	
Maďarsko	Peg na euro s fluktučným pásmom ± 15 %	Kurzový režim v kombinácii s inflačným cieľom: 2,5 – 4,5 % ku koncu roka 2003
<i>Riadený floating^{2/}</i>		
Rumunsko	Riadený floating	Menový kôš (USD, EUR) neformálne využívaný ako referenčná hodnota
Slovensko	Riadený floating	Implicitné inflačné cieľenie
Slovinsko	Riadený floating	Ústredná úloha menových agregátov, euro neformálne ako referenčná mena
<i>Voľný floating</i>		
Česká republika	Voľný floating	Inflačné cieľenie: 2 – 4 % ku koncu roka 2005
Poľsko	Voľný floating	Inflačné cieľenie: 3 % (s toleranciou ± 1 percentuálneho bodu) do konca roka 2003

1/ na základe IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2001

2/ podľa klasifikácie MMF



výdavkov, ktoré súviseli so štatistickou preklasifikáciou veľkých mimorozpočtových položiek do ústredného rozpočtu, ale aj nárastom viacerých trvalých výdavkov, osobitne miezd a penzií, výdavkov na zdravotníctvo, sociálne dávky a niektoré dotácie. Silná apreciácia maďarského forintu, ako aj rast domáceho dopytu viedli k akcelerácii rastu dovozov a zhoršeniu vývoja na bežnom účte.

Poľská ekonomika po prudkom poklese v roku 2001 zaznamenala v roku 2002 mierne oživenie a rast HDP dosiahol 1,3 %. Stimulom rastu bola súkromná spotreba a čistý vývoz, prudko (-7,2 %) sa však znížili fixné investície. Súkromná spotreba sa udržiavala na vysokej úrovni – napriek neustálemu rastu nezamestnanosti – podporovaná rastom reálnych príjmov domácností v podmienkach rýchlej redukcie inflácie a zrejme aj rozvinutou šedou ekonomikou. Vysoký rast exportu bol podporený čiastočne depreciami reálneho efektívneho kurzu zlotého súvisiacou najmä s apreciáciou eura voči doláru. Hlavným faktorom dobrej exportnej výkonnosti však bolo výrazné zvýšenie konkurenčnej schopnosti poľských exportných spoločností. Prebiehajúca reštrukturalizácia podnikov, osobitne v poľnohospodárstve, banskom priemysle, oceliarstve

a na železniciach, je sprevádzaná značnou redukciou pracovných príležitostí a spolu s demografickými faktormi je hlavnou príčinou vysokej miery nezamestnanosti, ktorá dosiahla 20 %. Hlavnou príčinou medziročného zvýšenia fiškálneho deficitu bola slabá úroveň ekonomickej aktivity a relatívne uvoľnenie fiškálnej politiky. Vonkajšie nerovnováhy poľskej ekonomiky sa v podmienkach oslabeného rastu v rokoch 2001 – 2002 podarilo dostať pod kontrolu. Iba mierny rast domáceho dopytu a veľmi dobrá exportná výkonnosť sa premietli do ďalšieho zníženia deficitu bežného účtu.

Menová politika a politika výmenného kurzu sa postupne podriaďujú deklarovaným zámerom centrálnych bánk týchto krajín stať sa čo najskôr po vstupe do EÚ aj členmi eurozóny a zaviesť jednotnú menu euro. Priaznivý vývoj inflácie, posilňovanie výmenných kurzov a napokon aj vytvorený priestor pre určitú podporu exportnej výkonnosti v podmienkach oslabenej medzinárodnej konjunktúry viedli, pri dosiahnutej vysokej úrovni harmonizácie nástrojov menovej politiky s inštrumentárium Európskej centrálnej banky, v roku 2002 k zníženiu (vo viacerých prípadoch v celoročnom kumulatívne podstatnému) kľúčových sadziab národných centrálnych bánk

Saldo verejných rozpočtov kandidátskych krajín**(v % HDP, ESA 95)**

	2001	2002	2003 ^{*)}
Česká republika	-5,5	-3,9	-5,8
Maďarsko	-4,7	-9,2	-4,5
Poľsko	-3,0	-4,1	-4,0
Slovensko	-7,3	-7,2	-4,9
Slovinsko	-2,8	-2,6	-1,4
Estónsko	0,2	1,3	-0,3
Litva	-2,2	-2,0	-2,1
Lotyšsko	-1,6	-3,0	-3,1
Malta	-6,8	-6,2	-4,3
Cyprus	-3,0	-3,5	-3,9
Bulharsko	0,2	-0,6	-0,7
Rumunsko	-3,3	-2,2	-2,5

Zdroj: *Main Results of the April 2003 Fiscal Notifications Presented by the Candidate Countries.*

EC, DG EFA, máj 2003 (údaje nemusia plne zodpovedať národným štatistikám)

*) prognóza

a zúženiu diferenciálu voči sadzbám ECB. Ku koncu roka boli sadzby slovenskej, maďarskej a poľskej centrálnej banky zhruba vyrovnané, sadzby Českej národnej banky sú už dlhobojšie veľmi nízke (v druhej polovici roka 2002 pod úrovňou sadziieb ECB).

Popri všeobecne pozitívnom príspevku menovej a kurzovej politiky centrálnych bánk kandidátskych krajín k makroekonomickej stabilizácii a dezinflácii zostáva pretrvávajúcim rizikom ich správneho nastavenia silný a volatilný prílev zahraničného kapitálu, udržanie vonkajšej konkurencieschopnosti a súčasné plnenie inflačných cieľov v smere k cenovej stabilite.

Hlavným rizikovým faktorom makroekonomickej stability v krajinách V4 je vývoj vo verejných financiách vzhľadom na expanzívne tendencie vo fiškálnej politike a 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 o začlenení ich mien do mechanizmu výmenných kurzov ERM II, ako aj so záväzkami, ktoré im ako členským štátom EÚ vplynú z Paktu stability a rastu.