

**BANKA**  
**SLOVENIJE**

ANALITSKO RAZISKOVALNI  
CENTER

MESEČNA INFORMACIJA

**EKONOMSKI INDIKATORJI  
MEDNARODNEGA OKOLJA**

**JANUAR 2004**

Pripravila: mag. Mojca Roter, Luka Flere

Napovedi gospodarske rasti v letošnjem letu za ZDA so bile popravljene navzgor. Vzrok je v naraščanju ocen gospodarske rasti za tretje četrtletje lani. Napovedi za euro območje ostajajo nespremenjene. Še vedno največ negotovosti pri napovedovanju evropske gospodarske rasti povzroča visoka apreciacija eura do dolarja in njen vpliv na izvoz držav članic euro območja. Med vzroke za visoko apreciacijo eura do dolarja v lanskem letu, se omenjajo predvsem visok primanjkljaj proračuna in trgovinske bilance ZDA kot tudi počasno okrevanje na trgu delovne sile. Podatki o novo zaposlenih so bili v decembru namreč krepko pod pričakovanji. Depreciacija dolarja do eura in jena nekoliko znižuje delež v trgovinskem primanjkljaju, ki ga imajo ZDA z državami euro območja in Japonsko. Tako ameriški sistem centralnih bank (FED), kot ECB trenutno ne kažeta pripravljenosti za poseg na valutni trg prek spreminjanja svojih obrestnih mer. Vodilni obrestni meri ostajata 1% v ZDA in 2% v euro območju. V ZDA in EU(12) se je lani inflacija gibala nekaj nad 2%. V zadnjem času k inflaciji največ prispeva rast cen hrane.

Povprečna cena nafte je lani dosegla 29 dolarjev za sod, kar je za 16% več kot leto poprej. Naraščanje cen se nadaljuje v začetku letošnjega leta. Napovedi kažejo na visoko raven cen tudi v prihodnje, saj članice OPEC na sestanku v februarju najverjetneje ne bodo zvišale črpanja. Vzroka sta predvsem nizka vrednost dolarja in sezonsko nižje povpraševanje v pomladanskih mesecih.

Madžarska je konec leta presegla inflacijski cilj centralne banke, medtem ko sta bili inflaciji na Češkem in Poljskem pod ciljnim koridorjem. V januarju (lahko pa tudi še v več naslednjih mesecih) se pričakuje občutnejši porast inflacijskih stopenj na Madžarskem in Češkem, saj se bodo izvedle obsežnejše reforme na področju posrednih davkov. Devizni tečaji treh obravnavanih držav do eura so v lanskem letu nominalno deprecirali. Najmočnejše se je to odrazilo pri poljskem zlotu, sledi forint, depreciacija češke krone pa je bila precej nižja. V vseh treh državah centralne banke v decembru niso spreminjale obrestnih mer. Nekaj menjav pa se obeta na najvišjih položajih na Madžarskem in Poljskem. Tako je moral na Madžarskem, zaradi visokega proračunskega primanjkljaja, odstopiti finančni minister. Na Poljskem pa se bo, zaradi preteka mandata, v januarju in februarju zamenjal dobršen del članov Sveta centralne banke.



## EVROPSKA UNIJA

***Napovedi gospodarske rasti euro območja ostajajo nespremenjene.*** Gospodarska rast bo po napovedi Consensusa v letošnjem letu 1,8%. Še vedno največ negotovosti pri napovedovanju gospodarske aktivnosti povzroča apreciacija eura do dolarja in njen vpliv na izvoz. Po prvih ocenah za leto 2005, pa si bo gospodarstvo euro področja nekoliko opomoglo in doseglo 2,1% rast.

***Inflacija euro območja se še vedno giblje okoli 2%.*** Decembra je inflacija na letni ravni dosegla 2,0%, kar je enako cilju ECB. Sicer je bila v povprečju lanskega leta 2,1%. Na decembrsko rast cen so najbolj vplivale cene hrane, ki so k dwoodstotni inflaciji doprinesle 0,4 odstotne točke, alkohol in tobak je prispeval 0,3 odstotne točke, energenti pa nekaj nad 0,1 odstotne točke. Najvišjo inflacijo so decembra med državami euro območja beležili v Grčiji (3,1%), najnižjo pa v Nemčiji (1,1%).

***ECB pušča obrestne mere nespremenjene, kljub krepitvi eura do dolarja.*** Na sestanku v začetku januarja je ECB pustila vodilno obrestno mero na ravni 2%. Glede krepitve eura je mnenje ECB, da le-ta sicer lahko zavira izvoz, vendar pa po drugi strani pozitivno na izvoz deluje okrevanje svetovnega gospodarstva. Poleg tega močnejši euro prek nižjih uvoznih cen znižuje inflacijske pritiske. To je ugodno, saj se je lani inflacija gibala v povprečju nekoliko nad ciljno vrednostjo 2%. Zato, kljub krepitvi eura, analitiki še vedno pričakujejo, da ECB ne bo spreminjala obrestnih mer pred drugo polovico letošnjega leta (nekateri pričakujejo, da jih bo pustila nespremenjene celo leto 2004).

***Nadaljuje se apreciacija eura do dolarja.*** V letu 2003 je euro do dolarja appreciiral v povprečju za skoraj 21% (primerjava med decembrom 2003 in decembrom 2002). Tudi v prvi polovici januarja letos se je trend apreciacije nadaljeval, pri čemer je euro že dosegal vrednosti okoli 1,28 USD za EUR (v začetku lanskega leta so se vrednosti gibale okoli 1,06 USD za EUR). Med vzroki se omenjajo predvsem slabi kazalniki gospodarstva v ZDA, kot so visok proračunski in plačilnobilančni primanjkljaj ter slabši podatki od pričakovanih na trgu delovne sile.

Ne ECB ne FED pa trenutno ne kažeta pripravljenosti za poseg na valutni trg prek spreminjanja svojih obrestnih mer. S šibkim dolarjem želijo ZDA predvsem zmanjšati svoj plačilnobilančni primanjkljaj, vendar pa zniževanje vrednosti dolarja do valut azijskih držav ni tako izrazito kot do eura, saj tako gibanje preprečujejo centralne banke omenjenih držav. Gibanje tečaja EUR/USD vpliva tudi na evropske izvoznike. Po nekaterih analizah, bi se vpliv slabšanja izvoza prenesel na slabšanje gospodarske rasti v Evropi pri tečaju 1,30 USD za EUR.

## ZDA

***Obsežnejša revizija podatkov gospodarske rasti v ZDA ni prinesla bistvenih sprememb. Napovedi za leto 2004 so bile ponovno popravljene navzgor.*** Vsakih štiri ali pet let v ZDA izvedejo obsežnejšo revizijo podatkov BDP. Tokratna je zajemala obdobje od leta 1929 dalje. Revizija pa ni prinesla bistvenih sprememb podatkov. Tako povprečna letna stopnja rasti realnega BDP v obdobju od 1929 do 2002 ostaja 3,4%. Tudi za obdobje zadnjih desetih let (od 1992 do 2002) je povprečna rast gospodarstva ostala enaka (3,2%). V strukturi gospodarske rasti so v zadnjih desetih letih investicije in potrošnja gospodinjstev rasle nekoliko hitreje, izvoz in poraba države pa nekoliko počasneje kot po prejšnjih podatkih. Povprečna letna rast v prvih treh četrletjih lanskega leta je ravno tako ostala enaka (2,7%), pri čemer je bila letna rast za tretje četrletje popravljena navzgor na 3,6%, medčetrletna rast pa se ni spreminila in ostaja 2,0%. Napovedi Consensusa za rast v letu 2004 so bile ponovno popravljene navzgor za 0,2 odstotne točke na 4,6%. Vzrok za višjo napoved je predvsem še vedno nespremenjena (visoka) ocena medčetrletne rasti za tretje četrletje lani. Consensus je tokrat prvič objavil tudi napoved rasti za leto 2005, ki znaša 3,6%.

***Inflacija je bila decembra ponovno pod letnim povprečjem.*** Decembra je inflacija na letni ravni znašala 1,9%, kar je nekoliko več kot novembra (1,8%) in manj kot decembra 2002 (2,4%). Povprečna letna inflacija v letu 2003 je bila 2,3%. Na dvig cen so decembra ponovno najbolj vplivale višje cene hrane (0,5 odstotne točke) in energije (0,5 odstotne točke). Če iz

cen blaga in storitev odštejemo cene hrane in energije, potem cene storitev prinašajo pozitiven prispevek k decembrski inflaciji (1,5 odstotne točke), cene blaga pa negativnega (-0,5 odstotne točke). Z januarjem 2004 bo prišlo do revizije izračuna indeksa cen.

**Vodilna obrestna mera ameriškega sistema centralnih bank ostaja 1%.** Do spremembe verjetno ne bo prišlo tudi na sestanku konec januarja. Pričakovanja glede zvišanja obrestnih mer so se, zaradi počasnega izboljševanja na trgu delovne sile in relativno nizke inflacije, nekoliko premaknila proti koncu letošnjega leta.

**Okrevanje na trgu delovne sile je nižje od pričakovanj.** Stopnja nezaposlenosti na trgu delovne sile je decembra lani sicer upadla na 5,7% (novembra je bila še 5,9%), vendar pa je to predvsem posledica manjšanja delovno aktivnega prebivalstva (torej imenovalca). Poleg tega je zaposlovanje v neagrarnem sektorju (ki sicer od avgusta 2003 postopno narašča) manjše od pričakovanega. Tako je bilo zaposlovanje v neagrarnem sektorju za november lani popravljeno navzdol (na 43000 novih zaposlitev), manjše od pričakovanj je bilo tudi število na novo zaposlenih v decembru, ko se je v neagrarnem sektorju zaposlilo le 1000 oseb (analitiki so pričakovali 150 000 novih zaposlitev).

**Primanjkljaj trgovinske bilance ZDA hitro narašča.** Po podatkih do novembra lani je primanjkljaj trgovinske bilance v prvih enajstih mesecih v primerjavi z enakim obdobjem predlani porasel za 15% (če primerjamo rast primanjkljaja za enako obdobje v letu 2002, je le-ta znašala 10%). Največ primanjkljaja ZDA ustvarijo s Kitajsko (v letu 2002 22% celotnega primanjkljaja), EU (18%) in Japonsko (15%). Delež ustvarjenega primanjkljaja po podatkih od januarja do novembra 2003 se je z EU in Japonsko znižal (z EU na 17% in z Japonsko na 12%), medtem ko se je s Kitajsko zvišal na 23%. Pri tem je dolar do eura in do jena v letu 2003 depreciriral, medtem ko Kitajska vzdržuje fiksni tečaj juana do dolarja. *Tokrat je med tabelami dodana posebna tabela o menjavi blaga ZDA z najpomembnejšimi trgovinskimi partnericami. Za ilustracijo dodajamo tudi menjavo med ZDA in Slovenijo.*

**Cena nafte je konec lanskega in v začetku letošnjega leta nadaljevala trend naraščanja, ki je prisoten od aprila lani dalje. Povprečna cena nafte v letu 2003 je dosegla 29 dolarjev za sod, kar je za 16% višje od povprečne cene v letu poprej. Trenutni izgledi kažejo na še naprej visoke cene nafte.** Za sod nafte Brent je bilo v decembru lani potrebno odšteti v povprečju blizu 30 dolarjev, v januarju letos pa se je cena približala že 32 dolarjem. Trend naraščanja cen nafte je prisoten nekje od aprila lanskega leta. Aprilska cena nafte se je namreč gibala še okoli 25 dolarjev za sod (takrat so cene padle zaradi konca negotovosti v zvezi z vojaškim posredovanjem v Iraku). Naraščanje cen je v zadnjem času predvsem posledica mrzle zime in s tem povečanega povpraševanja po nafti v ZDA, kjer se tudi hitro zmanjšujejo zaloge nafte. Kako se bo cena gibala v spomladanskih mesecih je odvisno predvsem od odločitve o kvotah črpanja članic OPEC, ki se bodo sestale 10. februarja. Članice, zaradi šibkega dolarja, trenutno ne nasprotujejo visoki ceni nafte, ki sicer presega njihov zeleni koridor (22 do 28 USD za sod). Poleg tega se v pomladnih mesecih zmanjša povpraševanje po nafti zaradi toplejšega vremena. Tako med analitiki prevladuje prepričanje, da OPEC v februarju ne bo povečal kvot črpanja. Zato utegne cena nafte še naprej vztrajati na visoki ravni. Sicer pa je cena nafte v povprečju v letu 2003 dosegla 29 USD za sod, kar je za 16% več kot v letu 2002, ko je dosegla 25 USD za sod. Delno so k temu pripomogle napetosti v Iraku, delno pa nizke zaloge nafte ob postopnem okrevanju svetovnega gospodarstva in neprilagojenost ponudbe večjemu povpraševanju po nafti. V splošnem lahko na morebitno visoko raven cen nafte v letu 2004 še naprej vplivajo podobni dejavniki – predvsem okrevanje svetovnega gospodarstva, pri čemer se pogosto omenja tudi vse večja poraba tovrstne energije na Kitajskem, ki tudi dosega visoke stopnje rasti gospodarstva. Seveda, če se ponudba ne bo ustrezno prilagodila večanju povpraševanja.

EKONOMSKI KAZALCI	BDP			OECD 2003	Inflacija				Brezposelnost			
	2000	2001	2002		2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EU(12)	3,7	1,7	0,9	(0,5)	2,2	2,4	2,3	2,0 (12)	8,4	8,0	8,4	(8,8)
Avstrija	3,4	0,8	1,4	(0,8)	2,0	2,3	1,7	1,3 (12)	4,7	4,8	5,3	(5,5)
Italija	3,3	1,7	0,4	(0,5)	2,6	2,3	2,6	2,5 (12)	10,7	9,6	9,1	(8,9)
Francija	4,2	2,1	1,3	(0,1)	1,8	1,8	1,9	2,4 (12)	9,4	8,7	9,0	(9,6)
Nemčija	3,1	1,0	0,2	(0,0)	1,4	1,9	1,3	1,1 (12)	7,3	7,4	8,1	(8,9)
Grčija	4,4	4,0	3,8	(4,0)	2,9	3,7	3,9	3,1 (12)	11,1	10,4	10,0	(9,3)
Spanija	4,2	2,8	2,0	(2,3)	3,5	2,8	3,6	2,7 (12)	11,0	10,5	11,4	(11,4)
Irska	10,1	6,2	6,9	(1,8)	5,3	4,0	4,7	2,9 (12)	4,3	3,9	4,4	(4,8)
Portugalska	3,4	1,7	0,4	(-0,8)	2,8	4,4	3,7	2,3 (12)	4,0	4,1	5,1	(6,4)
Japonska	2,8	0,4	0,2	(2,7)	-0,7	-0,7	-0,9	-0,5 (11)	4,7	5,0	5,4	(5,3)
ZDA	3,7	0,5	2,2	(2,9)	3,4	2,8	1,6	1,9 (12)	4,0	4,8	5,8	(6,1)
Rusija	10,0	5,0	4,3	(6,3)	24,8	21,9	15,1	12,0 (12)	10,4	9,0	7,9	...
Hrvaška	2,9	3,8	5,2	(4,6)	5,4	4,7	1,8	2,4 (12)	16,1	15,8	14,8	(14,0)
Slovenija	4,1	2,9	3,2	(2,2)	8,9	8,5	7,5	4,6 (12)	7,0	6,4	6,4	6,2
Tekoči račun (v % BDP)				Vladni saldo (v % BDP)								
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003				
EU(12)	-0,5	0,2	1,1	(0,4)	0,2	-1,6	-2,2	(-2,8)				
Avstrija	-2,6	-2,0	0,4	(-0,2)	-1,5	0,3	-0,2	(-1,0)				
Italija	-0,6	-0,1	-0,6	(-1,2)	-0,6	-2,6	-2,3	(-2,6)				
Francija	1,3	1,6	2,0	(0,9)	-1,4	-1,5	-3,1	(-4,2)				
Nemčija	-1,4	0,2	2,7	(2,1)	1,3	-2,8	-3,5	(-4,2)				
Grčija	-6,9	-6,2	-6,4	(-6,5)	-1,9	-1,5	-1,2	(-1,7)				
Spanija	-3,4	-2,8	-2,4	(-3,6)	-0,8	-0,3	0,1	(0,0)				
Irska	-0,4	-0,7	-0,7	(-1,7)	4,4	0,9	-0,2	(-0,9)				
Portugalska	-10,9	-9,4	-7,1	(-4,9)	-2,8	-4,2	-2,7	(-3,5)				
Japonska	2,5	2,1	2,8	(2,9)	-7,4	-6,1	-7,1	(-7,3)				
ZDA	-4,2	-3,9	-4,6	(-5,0)	1,5	-0,5	-3,4	(-5,0)				
Rusija	16,0	11,3	8,6	(8,5)	2,0	2,9	1,0	(1,0)				
Hrvaška	-2,3	-3,8	-7,1	(-5,4)	-6,3	-4,7	-4,6	(-3,8)				
Slovenija	-3,0	0,2	1,8	(2,4)	-1,4	-1,4	-3,1	(-1,8)				

Opomba: Podatki v oklepaju so napovedi za celo leto, razen pri inflaciji. Pri inflaciji je v oklepaju podan mesec, na katerega se podatek (za medletno stopnjo) inflacije nanaša.

Viri: OECD Economic Outlook (november 2003), Evropska Komisija (jesenska napoved), SURS, BS, MF, UMAR, ECB Bilten, statistični urad

OBRESTNE MERE v %	2002	2003	nov 03	dec 03
<b>Obrestne mere ECB:</b>				
- za refinanciranje	3.22	2.27	2.00	2.00
- depozitna	2.22	1.62	1.00	1.00
- posojilna	4.22	3.26	3.00	3.00
<b>ZDA (Fed Funds)</b>	1.67	1.13	1.00	0.98
<b>(3mes., T-bill)</b>				
Hrvaška	2.7	...	...	...
CEFTA -5				
Češka (Pribor)	3.6	2.3	2.1	2.1
Madžarska	8.8	8.5	12.2	11.8
Slovaška (Bribor)	7.8	6.2	6.0	6.0
Slovenija	8.7	6.5	5.1	5.1

Viri: Bilten ECB, IFS IMF, Economic Indicators for Eastern Europe (BIS).

CENE	2000	2001	2002	2003
<b>Letne st. rasti v %</b>				
<b>Inflacija (CPI)</b>				
EU (12)	2,3	2,6	2,2	2,0 (12)
ZDA	3,4	2,8	1,6	1,9 (12)
<b>Cene proizvajalcev</b>				
EU (12)	5,2	1,2	0,2	1,4 (11)
ZDA (ind. blago)	6,6	0,7	-2,3	3,7 (12)
<b>Dolarske cene surovin:</b>				
Skupaj	3,2	-6,5	5,0	17,2 (12)
- industrijske	8,2	-10,1	1,2	26,4 (12)
- prehranske	-0,8	-3,7	7,8	11,0 (12)
<b>Nafta (Brent, USD/sod.)</b>	28,4	24,5	25,0	29,9 (12)

Viri: IFS CD-ROM, Reuters, Bilten ECB, The Economist.

Opomba: V oklepaju je podan mesec na katerega se podatek nanaša.

<b>KAZALCI TUJE GOSPODARSKE AKTIVNOSTI</b>						
St. rasti v %	2001	2002	2003	2004	2003	2004
<b>BDP</b>			<b>OECD</b>		<b>Consensus</b>	
Svet	2.4	3.0	...	...	...	...
EU (12)	1.5	0.9	0.5	1.8	0.5	1.8
Avstrija	0.7	1.0	0.8	1.6	0.8	1.7
Italija	1.8	0.4	0.5	1.6	0.4	1.6
Nemčija	0.8	0.2	0.0	1.4	0.0	1.8
Japonska	0.4	0.2	2.7	1.8	2.7	2.1
ZDA	0.5	2.2	2.9	4.2	3.1	4.6
Rusija	5.0	4.3	6.3	5.0	6.2	4.8
CEFTA (4)	2.8	2.8	3.2	3.5	3.1	3.7
<b>Tuje uvozno povpraševanje (OECD)</b>						
Avstrija	5.9	1.2	1.0	3.8		
Italija	1.0	1.5	1.6	5.5		
Nemčija	1.2	-1.6	2.9	4.4		
Francija	1.4	0.8	1.2	5.0		
ZDA	-2.9	3.7	3.6	7.3		
Košarica <sup>1)</sup>	1.6	0.1	2.1	4.8		
<b>Kazalec zaupanja v pred. dejavnostih (desez.)</b>						
	2001	2002	sept03	okt03	nov03	dec03
EU(15)	-9.3	-11.7	-11.0	-10.0	-7.0	...
Italija	-2.8	-3.7	-1.0	-2.0	-2.0	...
Nemčija	-14.8	-19.4	-14.0	-13.0	-12.0	...
Češka	3.0	-0.5	-3.0	9.0	9.0	...
Madžarska	-4.4	-6.8	-8.0	-7.0	-1.0	...
Slovenija	-3.0	-3.8	2.3	-2.0	-4.0	-8.0

1) Ponderiran količinski uvoz 8 najpomembnejših slovenskih partneric, brez Hrvaške. Utež je delež slovenskega izvoza v posamezno državo v letu 1995. 2) Kazalec zaupanja v predelovalnih dejavnostih je kazalec zaupanja podjetij.

**Viri:** Consensus Forecasts, London,

SURS, OECD Economic Outlook - november 2003.

	Češka	Hrvaška	Madžarska	Poljska	Slovenija
Preb. (mio, 02')	10.3	4.7	10.0	38.7	2.0
GDP p.c. (02')	6,777	5,099	6,616	4,886	11,008
Moody's	A1	Baa3	A1	A2	Aa3
Stand.&Poor's	A -	BBB -	A -	BBB +	A+

#### Menjava blaga s Slovenijo (v mio USD):

	januar - november 2003			Saldo v letu 2002	
	Izvoz	Uvoz	Saldo	jan.-nov.	jan.-dec.
EU (15)	6,873	8,462	-1,588	-1,081	-1,292
Avstrija	860	1,079	-219	-153	-172
Italija	1,558	2,307	-750	-618	-705
Francija	656	1,282	-626	-389	-428
Nemčija	2,725	2,408	317	481	467
Japonska	17	183	-166	-117	-128
ZDA	416	303	113	-52	-30
Hrvaška	1,043	452	591	477	505
Rusija	358	308	50	57	51
CEFTA - 4	936	1,046	-110	-101	-119
Češka	213	320	-106	-71	-83
Madžarska	232	362	-131	-124	-137
Poljska	324	195	129	121	129
Slovaška	167	169	-2	-26	-28

**Viri:** Bloomberg, Eastern Europe Consensus Forecasts, Statistični urad RS.

TRGOVINSKA BILANCA ZDA	Saldo				Izvoz				Uvoz				Izvoz+Uvoz
	2002		(1do11)2003		2002		(1do11)2003		2002		(1do11)2003		
PO DRŽAVAH	mrd USD	%	mrd USD	%	mrd USD	%	mrd USD	mrd USD	%	mrd USD	%	mrd USD	%
Kanada	-48	10	-50	10	161	23	156	209	18	206			20
Mehika	-37	8	-37	8	97	14	89	135	12	127			13
Japonska	-70	15	-60	12	51	7	48	121	10	108			9
Kitajska	-103	22	-114	23	22	3	25	125	11	139			8
EU	-82	18	-84	17	144	21	138	226	19	222			20
Slovenija	-0.2	0.04	-0.3	0.1	0.1	0.02	0.1	0.3	0.03	0.4			0.02
ZDA	-468	100	-489	100	693	100	661	1,161	100	1,150			100



## MADŽARSKA

***Kljub temu, da večino gospodarske rasti na Madžarskem trenutno ustvari zasebna potrošnja, imajo v drugem in tretjem četrtletju pozitiven prispevek h gospodarski rasti tudi investicije.*** To potrjujejo tudi podatki industrijske proizvodnje, ki narašča od drugega četrtletja dalje. Novembrska rast industrijske proizvodnje je tako dosegla 6,8% medletno, popravljena za število delovnih dni in sezono pa 8,4%. Ocena gospodarske rasti za tretje četrtletje lani je ostala na letni ravni enaka (2,9%), četrtletno pa je bila popravljena navzgor (3,3%). Še vedno je prispevek neto izvoza h gospodarski rasti negativen. Napoved JP Morgana za celoletno rast v letu 2004 znaša 2,8%, za leto 2005 pa 3,4%.

***Tečaj forinta do eura je bil v lanskem letu pod vplivom različnih šokov, gledano v povprečju skozi celo leto pa je depreciiral. Negotovosti se nadaljujejo tudi letos.*** V povprečju je forint do eura v lanskem letu nominalno depreciiral za 12%. Vendar pa je bilo njegovo gibanje skozi celo leto precej volatilno. Šoke so povzročili predvsem trije dogodki. Prvič, v januarju špekulativni napad na tečaj forinta (na spodnji meji dovoljenega razpona nihanja). Drugič, v juniju zvišanje centralne paritete. Tretjič, v novembru umik tujih investitorjev iz naložb v madžarske državne obveznice. V začetku letošnjega leta, pa je tečaj depreciiral zaradi novice o visokem fiskalnem primanjkljaju in odstititve finančnega ministra. Tako se vrednost forinta v januarju spet približuje 270 forintom za euro (želeni koridor centralne banke, ki ustreza inflacijskemu cilju pa je med 250 in 260 forinti za euro).

***Decembrska inflacija je presegla inflacijski cilj.*** Decembra je inflacija na letni ravni dosegla 5,7%, kar je nad ciljem centralne banke, ki je za konec leta 2003 znašal  $3,5\% \pm 1$  odstotno točko (enako je cilj postavljen tudi za december 2004). Na decembrsko visoko inflacijo so največ vplivali proizvodi, ki sestavljajo osnovno (core) inflacijo, saj je osnovna inflacija dosegla 4,9% letno rast (septembra je bila še 4,5%, potem pa se je postopno višala). V indeksu osnovne inflacije najbolj naraščajo cene storitev. Preseganje cilja je v skladu s pričakovanji centralne banke in

finančnih trgov. Cilj bo najverjetneje presežen tudi v letošnjem letu, kot posledica davčnih sprememb na področju DDV in trošarin. Zvišanja stopenj DDV in trošarin se bodo zgodila že januarja, centralna banka pa pričakuje za okoli 1,2 odstotne točke višjo inflacijo v letu 2004 kot posledico (neposrednega in posrednega) učinka DDV in za 0,8 odstotne točke višjo inflacijo zaradi učinka zvišanja trošarin. Več možnosti za doseg inflacijskega cilja (inflacija pod 4%) ostaja za leto 2005.

***Zaradi visokega primanjkljaja države v letu 2003 bo moral odstopiti finančni minister.*** Primanjkljaj je v letu 2003 po prvih ocenah znašal 5,6% BDP, kar je več od cilja vlade, ki je znašal 4,5% BDP. Zato je v začetku januarja predsednik vlade zahteval odstop finančnega ministra, ki naj bi se zgodil sredi februarja. Za leto 2004 bodoči finančni minister napoveduje primanjkljaj v višini 4,6% BDP. Madžarska je sicer napovedovala uvedbo eura v letu 2008, vendar se spričo visokega primanjkljaja države omenja možen premik tega datuma v leto 2009 ali 2010.

***Na sestanku v začetku januarja 2004 je centralna banka pustila obrestne mere nespremenjene.*** Tako vodilna obrestna mera ostaja 12,50%. Zadnja sprememba (dvig obrestne mere za 3 odstotne točke) se je zgodila konec novembra zaradi hitre depreciacije forinta. Visoke obrestne mere naj bi zadrževale depreciacijo forinta do eura s tem, da bi vzpodbudile naložbe tujih investitorjev. Ti sicer vztrajno znižujejo svoje naložbe v madžarske državne vrednostne papirje. Njihove naložbe so na primer v septembru lani znašale v povprečju še 2286 mrd forintov, medtem ko so v decembru dosegale 2183 mrd forintov. Nezaupanje tujih investitorjev je posledica visokega proračunskega in plačilnobilančnega primanjkljaja ter sprememb centralne paritete in volatilnosti madžarskega forinta do eura v lanskem letu.

***Kreditiranje bank na Madžarskem narašča od sredine leta 2002 dalje. Od polovice leta 2003 je naraščanje pretežno pod vplivom rasti kreditiranja podjetij.*** V drugi polovici leta 2002 je rast kreditiranja bank vzpodbudilo povečano zanimanje gospodinjev za

stanovanjska posojila, ki je bilo posledica vladne sheme subvencioniranja stanovanjskih posojil. Še posebno je zanimanje za stanovanjska posojila poraslo, ko je vlada marca leta 2002 shemo subvencioniranja razširila tudi na nakup stanovanj starejše gradnje. Zanimanje za stanovanjska posojila se je v letu 2003 zmanjšalo, saj je vlada junija znižala subvencije za tovrstna posojila. Poleg tega se je v letu 2003 znižala tudi visoka rast plač. Kreditiranje podjetij je bilo v zadnjih treh letih pod vplivom gospodarskega cikla. Nekje od leta 2001 dalje so se banke bolj osredotočile na ponudbo kreditov majhnim in srednjevelikim podjetjem, saj je bil sektor velikih podjetij s krediti že zasičen, poleg tega je število manjših podjetij in s tem njihovo povpraševanje po kreditih hitro naraščalo. Banke so na ta način preprečevale še večji padeč stopenj kreditiranja podjetij. Z okrevanjem gospodarstva je do zmernega okrevanja rasti kreditov podjetjem prihajalo šele tekom leta 2003, kar je za seboj potegnilo tudi skupno stopnjo rasti kreditiranja bank v tem letu.

**Z letom 2004 se bo spremenila metodologija spremljanja plačilne bilance, kar bo zvišalo primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance za okoli 2% BDP.** Pomembnejša sprememba v načinu prikazovanja plačilnobilančnih podatkov se nanaša na zadržane dobičke tujih podjetij na madžarskem. Ti se bodo prikazali kot izdatki v tujino v postavki dohodki od kapitala (tekoči račun plačilne bilance) in hkrati kot pritek v neto tujih naložbah (finančni račun plačilne bilance). S tem bo prikazan primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance višji za okoli 2% BDP, kar pa ne pomeni tudi poslabšanja ravnovesja v gospodarstvu, saj gre le za popolnejše statistično zajemanje.

## ČEŠKA

**Industrijska proizvodnja se krepi, kljub nekoliko slabšim podatkom za zadnje četrletje.** Rast industrijske proizvodnje se izboljšuje od druge polovice lanskega leta dalje. Sicer nekoliko višja rast v tretjem kot v četrtem četrletju (po prvih ocenah) je posledica nizke osnove iz tretjega četrletja lani, ko so Češko prizadele poplave. Napovedi gospodarske rasti JP Morgana za letošnje leto

znašajo 3,7%, kar je precejšen porast v primerjavi z oceno za leto 2003, ki predvideva 2,9% rast. Gospodarstvo naj bi se še nekoliko okrepilo v letu 2005 in doseglo 4,0% rast.

**Inflacija je bila lani ob koncu leta pod inflacijskim ciljem centralne banke. Večje stopnje rasti cen se pričakujejo v januarju letos zaradi sprememb na področju davčne politike.** Decembra je rast cen ponovno dosegla 1,0% na letni ravni (tako kot novembra) in 0,2% na mesečni. Tako k letni kot k mesečni rasti so največ prispevale višje cene hrane. K letni inflaciji kar 0,7 odstotne točke. Kljub postopnemu zviševanju inflacijskih stopenj od septembra dalje je bila inflacija ob koncu leta pod inflacijskim ciljem centralne banke. Ta je podan v obliki padajočega koridorja, za konec leta pa so se meje koridorja gibale med 2,3% in 4,3% letne inflacije. Januarja letos bo inflacija verjetno poskočila zaradi sprememb na davčnem področju (DDV). JP Morgan na primer ocenjuje, da bo na letni ravni dosegla 1,7%.

**Centralna banka pušča obrestne mere nespremenjene.** Tako je tudi na sestanku v decembru vodilna obrestna mera ostala 2,0%, kar je enako vodilni obrestni meri ECB. Na tem nivoju je obrestna mera od junija lani.

**Češka krona je do eura lani rahlo deprecirala.** Gledano celo lansko leto je nominalna deprecijacija krone do eura znašala nekaj manj od 4%. Večji nihaj v smeri deprecijacije je sredi leta povzročila negotovost v zvezi s sprejemanjem fiskalne reforme na Češkem. Tečaj se je po uskladitvi mnenj v parlamentu ustalil in se je ob koncu leta gibal okoli 32 kron za euro.

**Primanjkljaj v stanju mednarodnih naložb Češke se hitro povečuje predvsem na račun večjih neposrednih naložb tujcev na Češkem.** Medtem ko je stanje obveznosti do tujine v letu 2002 skozi celo leto presegalo stanje naložb v tujino za okoli 400 mrd kron, je lani v drugem četrletju pričelo hitreje naraščati. Konec septembra je primanjkljaj dosegel že 526 mrd kron (22% BDP ali 16,5 mrd eurov). Stanje na strani naložb v tujino ostaja iz četrletja v četrletje bolj ali manj nespremenjeno, naraščajo pa obveznosti do tujine. Med obveznostmi raste predvsem stanje neposrednih tujih naložb (v drugem in tretjem

četrtertletju 2003 skupaj je poraslo za okoli 80 mrd kron). Stanje neposrednih tujih naložb je konec septembra lani doseglo 1300 mrd kron (40,8 mrd eurov), kar je približno 62% vseh obveznosti do tujine (portfolio naložbe tujcev v delnice znašajo še dodatnih 3,8 mrd eurov, medtem ko so v obveznice tujci vložili manj; 2,3 mrd eurov). Stanje zunanjega dolga je bilo konec septembra lani 33% BDP (776 mrd kron oziroma 24,4 mrd eurov).

## POLJSKA

***Gospodarska rast se je v tretjem četrtertletju ponovno zvišala, predvsem na račun močnejšega izvoza.*** Rast poljskega gospodarstva je v tretjem četrtertletju lani dosegla 3,9% na letni ravni, kar je več kot v drugem četrtertletju, ko je znašala 3,8%. V povprečju je bila rast v prvih treh četrtertletjih 3,3%. Najbolj je v tretjem četrtertletju porasel izvoz (za 18,1% na letni ravni). Tako je neto izvoz h gospodarski rasti prispeval 1,6 odstotne točke. Prvič po letu 2001 so imele pozitiven prispevek tudi investicije. V bodoče se pričakuje nadaljevanje okrevanja investicijske dejavnosti, kar nakazuje višanje dobičkov podjetij in napoved večjih investicij s strani države, ki bodo delno financirane iz evropskega proračuna. Krepil naj bi se tudi izvoz, zaradi šibkega zlota in okrevanja evropskega gospodarstva. Napoved JP Morgana za gospodarsko rast v letu 2004 znaša 4,8% in v letu 2005 4,1%.

***Decembrska inflacija je bila pod ciljem centralne banke, kljub temu da inflacijske stopnje od maja dalje postopno naraščajo.*** Decembrska inflacija je na letni ravni dosegla 1,7%, kar je več kot v novembru (1,6%), vendar nekoliko pod ciljem centralne banke, ki je za konec lanskega leta znašal 2,0% do 4,0%. Rast cen v decembru je bila pretežno pod vplivom nizke osnove cen goriva in alkoholnih pijač iz lanskega leta. Osnovna (core) inflacija pa je ostala enaka kot novembra (1,3%). Gospodarska rast, ki jo ustvarjata predvsem izvoz in investicije, ne povzroča inflacijskih pritiskov. Trenutno kaže, da bo inflacija konec leta 2004 najverjetneje nekje znotraj cilja centralne banke (med 1,5% in 3,5%).

***Zlot do eura že dve leti močno deprecira.*** V lanskem letu je zlot do eura v povprečju nominalno depreciral za okoli 17%, enaka primerjava za leto 2002 pa pokaže 11% deprecijacijo. Poglavitni dejavnik visoke deprecijacije zlota v lanskem letu je bila negotova politična situacija na Poljskem, nekaj vpliva pa je imelo na zlot tudi nihanje forinta. Depreciacija zlota ugodno vpliva na poljski izvoz, ki je letos gonilna sila gospodarske rasti.

***Centralna banka decembra ni spremenila obrestnih mer. V začetku letošnjega leta se bo zamenjal dobršen del članov Sveta banke.*** Po decembrskem srečanju ostaja vodilna obrestna mera centralne banke 5,25%. Zadnje znižanje je banka izvedla junija lani. V januarju in februarju se bo zamenjal večji del članov Sveta centralne banke (od enajstih ostaneta na položajih le dva). Trg pričakuje, da bodo novi člani bolj naklonjeni zniževanju obrestnih mer. Tako JP Morgan napoveduje postopen padec vodilne obrestne mere centralne banke na 4,0% do junija 2004. Zniževanje pa bo predvsem odvisno od poteka fiskalne reforme, ki je napovedana za leto 2004.

MAASTRICHTSKI KRITERIJI	Inflacija (v%)	d.r. OM (v%)	Deficit (v%BDP)	Javni dolg (v%BDP)
	zadnjih 12 mes (1)	zadnjih 12 mes (1)	2002	2002
Belgija	1,5	4,18	0,1	105,8
Danska	2,0	4,31	2,1	45,5
Nemčija	1,0	4,07	-3,5	60,8
Grčija	3,4	4,28	-1,2	104,7
Španija	3,1	4,12	0,1	53,8
Francija	2,2	4,13	-3,1	59,0
Irski	4,0	4,13	-0,2	32,4
Italija	2,8	4,25	-2,3	106,7
Luksemburg	2,5	3,32	2,5	5,7
Nizozemska	2,2	4,12	-1,6	52,4
Avstrija	1,3	4,15	-0,2	67,3
Portugalska	3,3	4,19	-2,7	58,1
Finska	1,3	4,13	4,2	42,7
Svedska	2,3	4,64	1,3	52,7
Velika Britanija	1,4	4,58	-1,5	38,5
EUROpodročje12	2,1	4,16	-2,2	69,0
<b>Konvergenčni kriterij</b>	<b>2,7</b>	<b>6,12</b>	<b>-3,0</b>	<b>60,0</b>
Ceška	-0,1	(3) 4,69	-3,9	27,1
Madžarska	4,7	(3) 8,74	-9,2	56,3
Poljska	0,7	(3) 6,97	-4,1	41,8
Slovenija	5,7	(2) 5,75	-2,6	28,3

Opombe:

(1) Zadnjih 12 mesecev se nanaša na povprečje podatkov do vključno decembra 2003 (OM Grčije do vključno novembra).

(2) Za Slovenijo je kot približek za izračun dolgoročne obrestne mere vzeta obveznica RS54 (izdana v oktobru 2003).

Upoštevane so kuponke (ali nazivne) obrestne mere in ne donosnost do dospelja, kot zahteva Maastrichtski kriterij.

(3) Donosnost do dospelja 10-letne državne obveznice, 19. januar 2004 (ni povprečje 12 mesecev).

Viri: SURS, MF, EUROSTAT, Bloomberg, Centralne banke.

MAKROEKONOMSKI KAZALCI	BDP			OECD	Inflacija				Brezposelnost			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EU(12)	3,7	1,7	0,9	(0,5)	2,2	2,4	2,3	2,0 (12)	8,4	8,0	8,4	(8,8)
Ceška	3,3	3,1	2,0	(2,5)	3,9	4,8	1,8	1,0 (12)	8,9	8,2	7,3	(7,5)
Madžarska	5,2	3,8	3,3	(2,9)	9,8	9,2	5,3	5,7 (12)	6,5	5,8	5,9	(5,9)
Poljska	4,0	1,0	1,4	(3,3)	10,1	5,5	1,9	1,7 (12)	16,1	18,2	19,9	(19,3)
Slovaška	2,2	3,3	4,4	(3,9)	12,0	7,3	3,1	9,3 (12)	18,8	19,3	18,6	(17,6)
Slovenija	4,1	2,9	3,2	(2,2)	8,9	8,5	7,5	4,6 (12)	7,0	6,4	6,4	(6,2)
<b>Tekoči račun (v % BDP)</b>												
<b>OECD</b>												
<b>Vladni saldo (v % BDP)</b>												
<b>2000 2001 2002 2003</b>												
EU(12)	-0,5	0,2	1,1	(0,4)	0,2	-1,6	-2,2	(-2,8)				
Ceška	-5,3	-5,7	-6,5	(-6,9)	-4,0	-2,8	-4,5	(-6,3)				
Madžarska	-6,2	-3,4	-3,9	(-6,0)	-2,9	-5,2	-8,4	(-5,6)				
Poljska	-6,1	-2,9	-2,8	(-3,1)	-3,0	-5,1	-5,7	(-6,2)				
Slovaška	-3,7	-8,5	-8,1	(-2,2)	-10,7	-7,3	-7,2	(-6,2)				
Slovenija	-3,0	0,2	1,7	(0,9)	-1,4	-1,4	-3,1	(-1,8)				

Opomba: Podatki v oklepaju so napovedi za celo leto, razen pri inflaciji,

kjer se nanašajo na mesec za katerega je navedena medletna stopnja inflacije.

Viri: OECD Economic Outlook (november 2003), IMF WEO (sept. 2003), Consensus, ECB Bilten, SURS, UMAR, MF, BS, statistični uradi držav.

DEVIZ. TEČ. IN OBR. MERE	Režim deviznega tečaja
Ceška	Drseč*
Madžarska	Fiksen tečaj do EUR; +/- 15%.
Poljska	Drseč
Slovaška	Uravnjavano drseč*
Slovenija	Uravnjavano drseč*
Instrument centralne banke	obr. mera (zadnja sprememba)
Ceška	
2-tedenski repo**	2,00% (01.08.2003)
Depozit čez noč	1,00% (01.08.2003)
Posojilo za izhod v sili	3,00% (01.08.2003)
Madžarska	
2-tedenska vloga**	12,50% (28.11.2003)
Depozit čez noč	11,50% (28.11.2003)
Zavar. posojilo čez noč	13,50% (28.11.2003)
Poljska	
14-dnevni blag. zapis**	5,25% (26.06.2003)
Lombardno posojilo	6,75% (26.06.2003)

Viri: JPMorgan, centralne banke Češke, Madžarske in Poljske.

Opombi: \* Neformalno je EUR referenčna valuta.

\*\*Instrument z vodilno centralnibančno obrestno mero.

































