

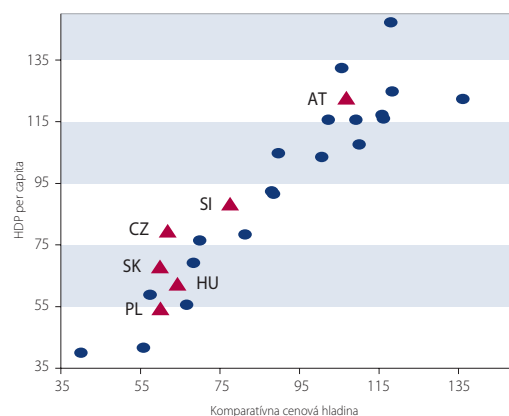


Vplyv krízy na ekonomiky CEE6

Rastislav Čársky, Katarína Trajlinková,
Andrea Tvarošková, Mariana Kollárová
Národná banka Slovenska

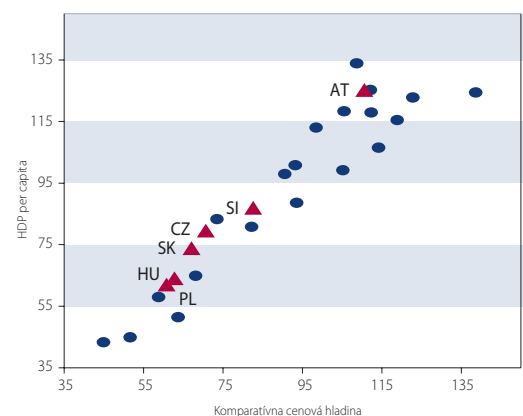
Štúdia sa zaoberá dopadmi hospodárskej krízy na ekonomiky s rôznymi kurzovými režimami, resp. na ekonomiky na rôznom stupni konvergencie.¹ Na porovnanie sme vybrali ekonomiky strednej a východnej Európy, konkrétne ekonomiky Maďarska, Českej republiky, Poľska, Slovenska, Slovinska a Rakúska (CEE6). Väčšina CEE6 sú malé otvorené ekonomiky, poľská ekonomika a čiastočne aj rakúska sú relatívne uzavretejšie. Kým Česká republika, Maďarsko a Poľsko majú pohyblivý kurzový režim, Slovensko, Slovinsko a Rakúsko sú členmi eurozóny. Tento výber krajín umožňuje na jednej strane porovnať relatívny dopad krízy na Slovensku (resp. v krajinách CEE6, ktoré prijali euro) a v ekonomikách s režimom plávajúceho kurzu, ktoré reprezentujú Maďarsko, Česká republika a Poľsko. Súčasne sa porovnávajú aj ekonomiky, ktoré sú súčasťou eurozóny, teda Slovensko, Slovinsko a Rakúsko, úroveň ich konvergencie je však rozdielna. Kým Slovensko a Slovinsko reprezentujú nové členské krajiny (aj keď Slovinsko sa nachádza na relatívne vysokom stupni konvergencie), Rakúsko je zakladajúcim členom eurozóny a stupeň konvergencie jeho ekonomiky vysoko prevyšuje priemer EÚ 27, ale aj EÚ 15. Materiál pracuje s údajmi dostupnými do októbra 2011.

Graf 1 HDP per capita a komparatívna cenová hladina v roku 2007 (EU27 = 100)



Zdroj: Eurostat.

Graf 2 HDP per capita a komparatívna cenová hladina v roku 2010 (EU27 = 100)



Zdroj: Eurostat.

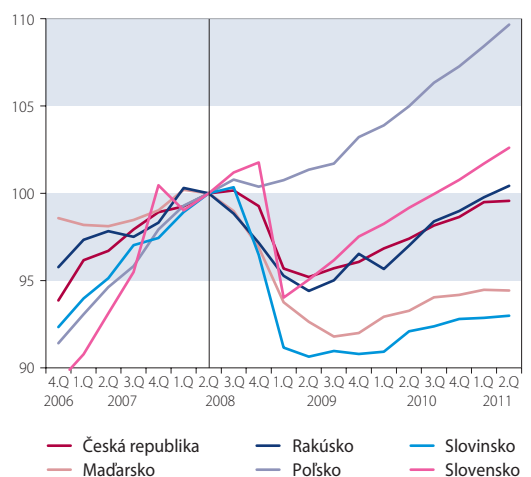
¹ Materiál pracuje s údajmi dostupnými do októbra 2011.

Štúdia sa zaoberá dopadom krízy na ekonomiku krajín CEE6, pričom sa podrobnejšie zameriava na zahraničný obchod, trh práce, investície, s bližším pohľadom na investície do budov na bývanie, ceny nehnuteľností a hypotéky. Záverečnou témou je vplyv krízy na verejné financie.

Ako východiskový bod pre analýzu sme zvolili 2. štvrťrok 2008, teda štvrťrok, ktorý predchádzal pádu Lehman Brothers a ktorý vnímame ako aproximáciu začiatku krízy. Niektoré z krajín CEE6 rástli aj po tomto štvrťroku, niektoré však už v tomto období klesali.

Finančná a ekonomická kríza zasiahla krajiny CEE6, s výnimkou Poľska, pomerne výrazne. V porovnaní s 2. štvrťkom 2008 sa v priebehu krízy ekonomiky jednotlivých krajín kumulatívne prepádli v rozsahu necelých 5% v prípade Českej republiky a až takmer 10% v prípade Slovinska. Dĺžka ekonomického poklesu však bola v jednotlivých krajinách odlišná. Kým na Slovensku HDP

Graf 3 Reálny HDP (index 2008Q2 = 100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.



Tabuľka 1 Prehľad období kontinuálnych štvrtročných poklesov HDP krajín CEE6 v priebehu krízy

	HDP (percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu obdobiu)					
	Česko	Maďarsko	Rakúsko	Poľsko	Slovinsko	Slovensko
2008Q1	0,3	1,2	2,0	1,4	1,5	-1,4
2008Q2	0,7	-0,2	-0,3	0,7	1,1	1,0
2008Q3	0,2	-1,0	-1,2	0,8	0,4	1,2
2008Q4	-0,9	-2,1	-1,7	-0,4	-3,9	0,6
2009Q1	-3,6	-3,2	-1,9	0,4	-5,5	-7,6
2009Q2	-0,5	-1,2	-0,9	0,6	-0,6	1,1
2009Q3	0,5	-0,9	0,6	0,4	0,4	1,2
Peak-to-trough	-4,9	-8,4	-5,9	-0,4	-9,7	-7,6

Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Poznámka: Peak to trough – kontinuálny kumulatívny pokles.

pokleso len v jednom štvrtroku², v niektorých ekonomikách pretrvával pokles HDP dlhšie obdobie. Maďarská ekonomika, ktorá začala klesať už v 2. štvrtroku 2008, sa znižovala celkovo až šesť štvrtrokov. Podobne aj rakúska ekonomika klesala od toho istého štvrtroka a jej pokles trval päť štvrtrokov. V Českej republike nepretržitý pokles HDP trval tri štvrtroky, rovnako ako v Slovinsku, kde však ekonomika poklesla najdramatickejšie. Ako sme už uviedli, poľská ekonomika bola krízou dotknutá najmenej a mierne poklesla len v jednom štvrtroku.

Následné oživenie globálnej ekonomiky sa premietlo do postupnej obnovy ekonomik krajín CEE6. Tempo oživovania však bolo rozdielne. Poľská ekonomika po nepatrnom poklese v 4. štvrtroku 2008 pokračovala v raste a úroveň HDP v 2. štvrtroku 2011 prekročovala predkrízovú úroveň o takmer 10 %. Pomerne rýchle oživenie zaznamenala aj slovenská ekonomika, ktorá v rovnakom období presahovala predkrízovú úroveň o takmer 3 %. Predkrízovú úroveň mierne prekročilo aj Rakúsko a do jej blízkosti sa vrátila aj úroveň ekonomického produktu v Českej republike. Na-

opak výrazne pomalšie ekonomické oživovanie zaznamenalo Maďarsko a Slovinsko, ktorých ekonomiky sa naďalej nachádzali približne 5 %, resp. 7 % pod predkrízovou úrovňou.

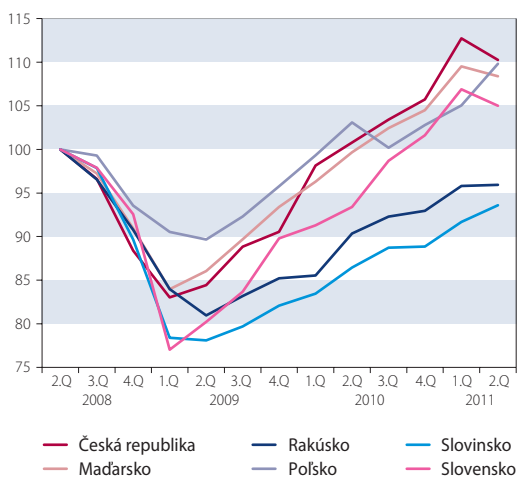
ZAHRANIČNÝ OBCHOD

Prakticky vo všetkých krajinách CEE6 sa ekonomická kríza prejavila v dôsledku poklesu globálneho obchodu vo výraznom prepade exportov. V porovnaní s ich úrovňou v 2. štvrtroku 2008 sa vývoz v priebehu krízy prepadol v jednotlivých krajinách v rozpätí 10 % (Poľsko) až 23 % (Slovensko). Na jednej strane sa export výrazne podieľal na hospodárskom poklese, na druhej strane v čase globálneho oživovania výrazne prispel k obnoveniu ekonomického rastu. Oživovanie exportu bolo menej výrazné v Rakúsku a Slovinsku, keď sa úroveň ich vývozu nedostala, na rozdiel od ostatných CEE6, v 2. štvrtroku 2011 nad predkrízové úrovne.

Krajiny s pohyblivým výmenným kurzom zaznamenali v priebehu krízy o niečo miernejší prepád vývozu. To mohlo do určitej miery súvisieť s vankúšom, ktorý im poskytol práve kurzový režim. Výrazné znehodnotenie nominálnych

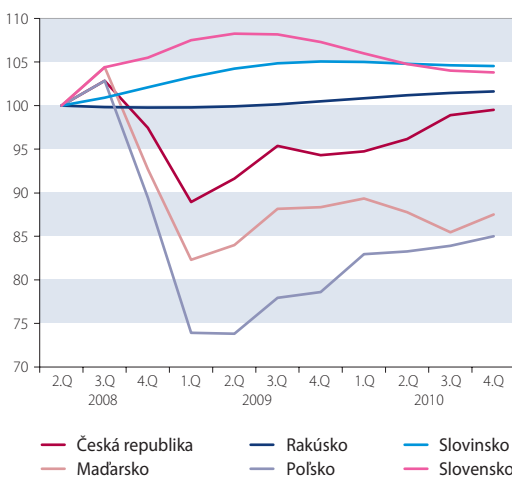
² Pokles HDP v 1. štvrtroku 2009 bol veľmi výrazný, keďže bol do značnej miery ovplyvnený plynovou krízou. Tá spôsobila koncentráciu kumulatívneho poklesu HDP do jedného štvrtroka, pravdepodobne však nemala vplyv na veľkosť kumulatívneho poklesu ekonomiky.

Graf 4 Reálny export tovarov a služieb (index 2008Q2 = 100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 5 Reálny efektívny výmenný kurz na báze ULC voči 16 najväčším obchodným partnerom (index 2008Q2 = 100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.



3 Rast exportných trhov jednotlivých krajín vypočítava ECB ako podklad pre prípravu Makroekonomických projekcií odborníkov ECB/Eurosystemu pre eurozónu. Zmena trhových podielov exportu sa počíta ako rast exportu danej krajiny podelený rastom jej exportných trhov.

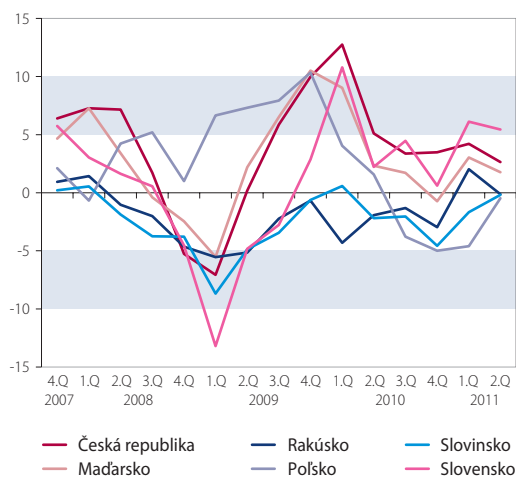
výmenných kurzov CZK, HUF a PLN sa premietlo aj do depreciačie reálneho efektívneho výmenného kurzu, čo mohlo týmto krajinám poskytovať relatívnu konkurenčnú výhodu. Z grafu reálnych výmenných kurzov je zrejme, že táto kurzová výhoda pretrvávala aj v 4. štvrtroku 2010 (údaje za dlhšie časové obdobie neboli v čase spracovania dostupné), teda v období, keď dochádzalo k oživeniu globálnej ekonomiky, a tým aj exportu. V porovnaní s krajinami CEE6, ktoré sú členmi eurozóny, prebiehalo oživovanie exportu v krajinách s režimom pohyblivého kurzu v zásade rýchlejšie. Výnimku predstavovalo Slovensko, kde došlo rovnako k mimoriadne rýchlemu a dynamickému rastu exportov, predkrízové úrovne však dosiahol neskôr. Ku koncu 2. štvrtroku 2011 dosahoval reálny objem jeho exportov približne o 5% vyššiu úroveň v porovnaní s predkrízovým obdobím. V krajinách CEE6 s pohyblivým kurzom sa však úroveň exportu pohybovala na ešte vyšších úrovniach (108 až 110% predkrízovej úrovne). Výrazne pomalšie obnovovanie exportnej výkonnosti zaznamenalo Rakúsko a predovšetkým Slovinsko, ktoré v 2. štvrtroku 2011 nedosiahli predkrízové úrovne (približne 96%, resp. 94%).

Iným pohľadom na výkonnosť exportu je porovnanie rastu exportu vo vzťahu k rastu exportných trhov jednotlivých krajín.³ Toto porovnanie predstavuje zmenu trhového podielu exportu danej krajiny na svojich exportných trhoch. Z grafu 6 je zrejme, že reálne trhové podiely všetkých CEE6 krajín, s výnimkou Poľska, sa po začiatku krízy výrazne prepadli. Najvýraznejší pokles trhového podielu exportu dosiahol v 1. štvrtroku 2009 Slovensko, čo však vo veľkej miere súviselo s plynovou krízou. Výrazná depreciačia nominálnych kurzov PLN, HUF a CZK a následne aj reálnych efektívnych kurzov pravdepodobne prispela k zmierneniu poklesu trhových podielov exportu v priebehu krízy. Súčasne mohla pôsobiť ako stimul v čase oživovania globálneho hospodárstva, keď tieto ekonomiky naopak začali získavať trhové podiely.

Tie sa zvyšovali už v 2. štvrtroku 2009. Tento vývoj sa týka predovšetkým Maďarska a Českej republiky, keďže v Poľsku rástol trhový podiel aj počas krízy. Slovensko ako jediná krajina CEE6, ktorá je členom eurozóny, zaznamenala po počiatočnom prepade výraznejšie prírastky trhového podielu exportu. Trhové podiely na Slovensku však v porovnaní s Maďarskom a Českou republikou začali rásť až od 4. štvrtroku 2009. Naproti tomu Rakúsko a Slovinsko postupne strácali trhové podiely exportu už od 2. štvrtroku 2008 a tento trend pretrvával prakticky (s výnimkou jedného štvrtroku v oboch krajinách) až do polovice roku 2011. Celkovo v porovnaní s úrovňou v 2. štvrtroku 2008 sa trhový podiel exportu tak Rakúska, ako aj Slovinska znížil približne o 7%. Najvýraznejší prírastok trhového podielu v porovnaní s predkrízovou úrovňou dosiahol Poľsko (približne 8,5%), v poslednom období však začalo strácať. Len o málo nižší kumulatívny prírastok trhového podielu exportu zaznamenala Česká republika, za ktorou nasledovalo Maďarsko. Kumulatívne sa zvýšil aj trhový podiel exportu Slovenska, v porovnaní s krajinami s režimom pohyblivého výmenného kurzu bol však tento prírastok nižší.

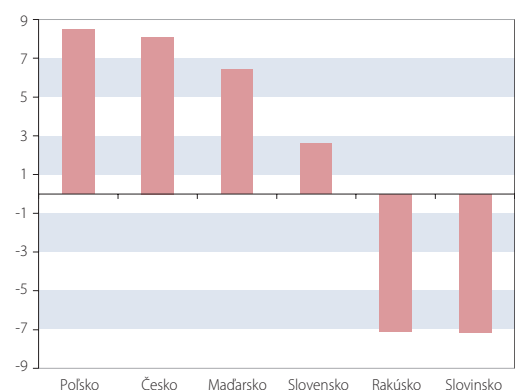
S výrazným prepadom exportu v priebehu krízy bol spojený aj pokles dovozu, najmä v súvislosti s nižšou potrebou výrobných vstupov. S postupným oživovaním ekonomík a exportu sa postupne začal zvyšovať aj dovoz. Rast dovozu však nie vo všetkých krajinách dosahoval tempo rastu exportu a dochádzalo k poklesu dovoznej náročnosti. Kríza tak pravdepodobne bola v niektorých krajinách impulzom na výraznejšie štrukturálne zmeny v dovoznej náročnosti. Tá v priebehu oživovania klesala v Maďarsku, Slovinsku, Poľsku a na Slovensku. Naopak v Rakúsku a Českej republike nedošlo k výraznejším posunom dovoznej náročnosti. Pokles dovoznej náročnosti vo viacerých ekonomikách môže signalizovať zefektívňovanie výroby a flexibilné prispôbavanie sa náročnému globálnemu ekonomickému prostrediu.

Graf 6 Medziročná zmena trhového podielu exportu v stálych cenách (v %)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

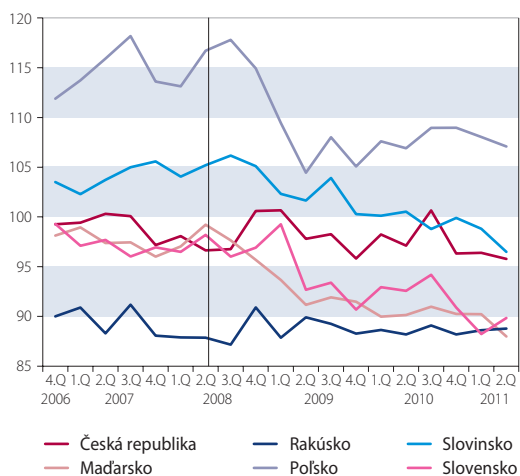
Graf 7 Zmena trhového podielu exportu v stálych cenách: 2. štvrtrok 2011 v porovnaní s 2. štvrtrokom 2008 (v %)



Zdroj: Eurostat, ECB a vlastné výpočty.



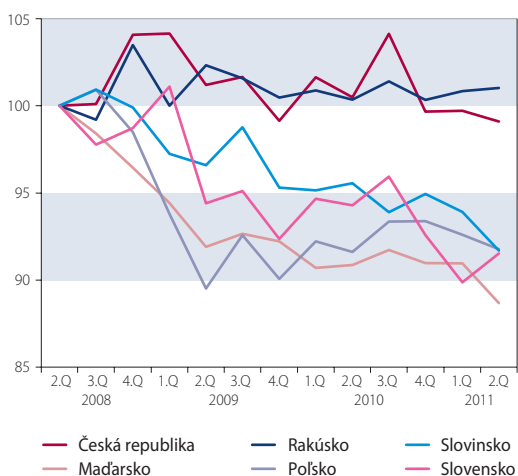
**Graf 8 Dovočná náročnosť (stále ceny)
(podiel importu na exporte) (v %)**



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Z hľadiska dopadu ekonomickej krízy na zahraničný obchod je pravdepodobné, že znehodnotenie nominálneho a následne reálneho kurzu tlmilo dopad krízy na zahraničný obchod krajín CEE6 s režimom plávajúceho výmenného kurzu. Objem reálneho exportu Českej republiky, Poľska a Maďarska sa pomerne rýchlo vrátil na predkrízové úrovne. Pomerne pružne na ekonomicke oživenie reagoval napriek absencii kurzového vankúša aj slovenský export, ktorý, aj keď o niečo neskôr, rovnako prekonal predkrízové úrovne. Výrazne pomalšie oživenie exportu zaznamenalo Rakúsko a Slovinsko, ktoré ani v 2. štvrťroku 2011 neprekonal predkrízové úrovne exportu. Depreciácia výmenných kurzov súčasne pravdepodobne pomohla Poľsku, Českej republike a Maďarsku minimalizovať straty trhového podielu exportu v čase globálneho ekonomickeho poklesu a naopak realizovať prírastky trhového podielu v čase oživenia. Slovenská ekonomika síce na začiatku krízy

**Graf 9 Dovočná náročnosť
(index 2008Q2 = 100)**

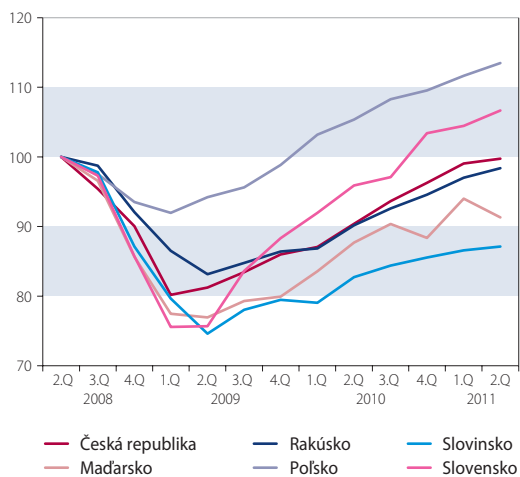


Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

zaznamenala najvyšší pokles trhového podielu exportu, bolo to však do značnej miery ovplyvnené plynovou krízou v 1. štvrťroku 2009. Postupne však začali jej trhové podiely rásť a podobne ako tri krajiny s plávajúcim výmenným kurzom kumulatívne svoj trhový podiel exportu zvýšila. Naopak trhové podiely rakúskeho a slovinského exportu takmer nepretržite klesali.

Počiatkový prepád exportu sa, samozrejme, automaticky premietol do poklesu produkcie, najmä v priemyselnej výrobe, ktorá v podstate reprezentuje obchodovateľný sektor. Najnižšie straty produkcie zaznamenalo podobne ako pri exporte Poľsko. To prekonal predkrízové úrovne už v 1. štvrťroku 2010 a v 2. štvrťroku 2011 ich prekračovalo o viac ako 13 %. Aj napriek výraznému úvodnému prepádu (značne ovplyvnenému plynovou krízou) došlo k pomerne rýchlemu obnoveniu úrovne priemyselnej produkcie na predkrízové úrovne aj na Slovensku. Objem priemyselnej produkcie tu presiahol úroveň pred krízou v 4. štvrťroku 2010 a na konci sledovaného obdobia bol vyšší o takmer 7 %. Ostatné ekonomiky predkrízové úrovne priemyselnej produkcie neprekonal. Česká republika a Rakúsko sa však k týmto úrovňam priblížili. Naopak Maďarsko a najmä Slovinsko výrazne zaostávali za predkrízovými úrovňami.

**Graf 10 Priemyselná výroba
(index 2008Q2 = 100)**



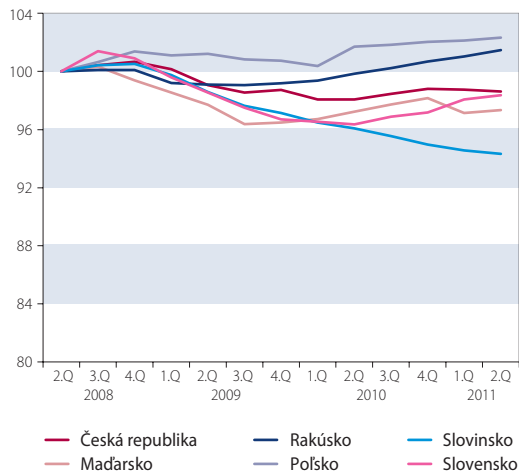
Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

TRH PRÁCE

Pokles exportu a produkcie sa v jednotlivých ekonomikách CEE6 výrazne prejavili aj vo vývoji zamestnanosti. V počiatkovom období krízy zamestnanosť poklesla vo všetkých ekonomikách s výnimkou Poľska. Následne sa postupná obnova ekonomickeho rastu premietla aj do zvyšovania zamestnanosti. Celkovo sa však zamestnanosť dostala nad predkrízové úrovne len v Poľsku a Rakúsku. V priemyselnej výrobe, ktorá reprezentuje exportne orientovanú časť ekonomiky, bol pokles zamestnanosti ešte výraznejší a dotkol sa aj poľskej ekonomiky. Ani v jednej krajine sa následne

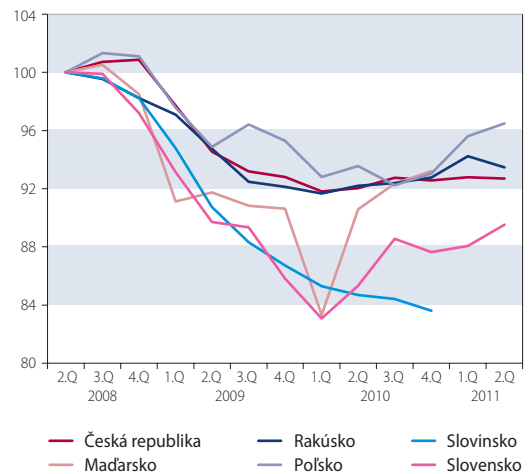


Graf 11 Zamestnanosť
(index 2008Q2 = 100)



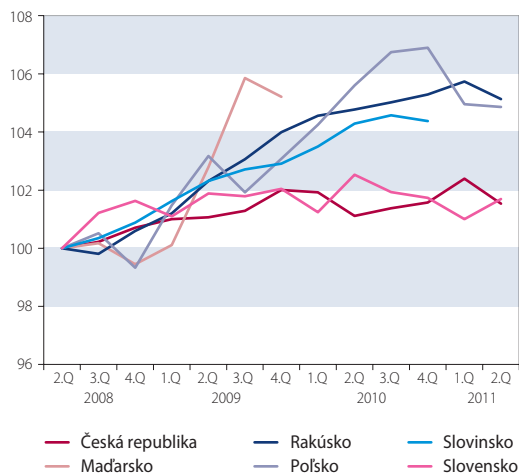
Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 12 Zamestnanosť – priemyselná výroba
(index 2008Q2 = 100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 13 Zamestnanosť – verejná správa
(index 2008Q2 = 100)



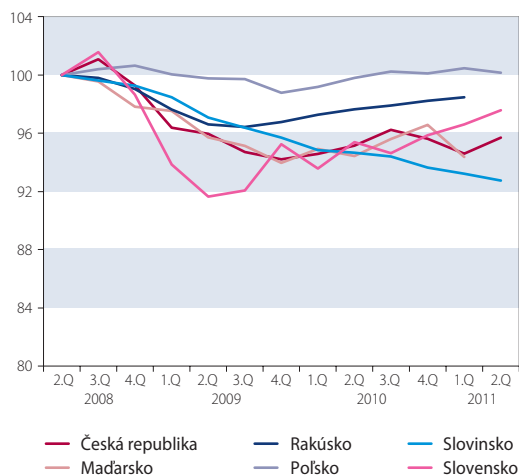
Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

nepodarilo dosiahnuť úroveň pred krízou. Najvyšší pokles zamestnanosti v priemyselnej výrobe zaznamenalo Slovinsko a Slovensko. (Poznámka: Pomerne výrazný pokles zamestnanosti v Maďarsku v 1. štvrtroku 2010 bol následne korigovaný v nasledujúcom štvrtroku).

Vývoj celkovej zamestnanosti bol vo viacerých ekonomikách priaznivo ovplyvňovaný zamestnanosťou vo verejnom sektore, ktorý tak sčasti tlmil negatívne vplyvy globálneho spomalenia na obchodovateľný sektor. Tento vplyv je zrejmy najmä v Poľsku, Rakúsku a Slovinsku. Vývoj zamestnanosti vo verejnom sektore v Maďarsku nie je možné vzhľadom na nedostatok údajov objektívne posúdiť. Relatívne umiernený vývoj zamestnanosti vo verejnom sektore naopak zaznamenali Slovensko a Česká republika.

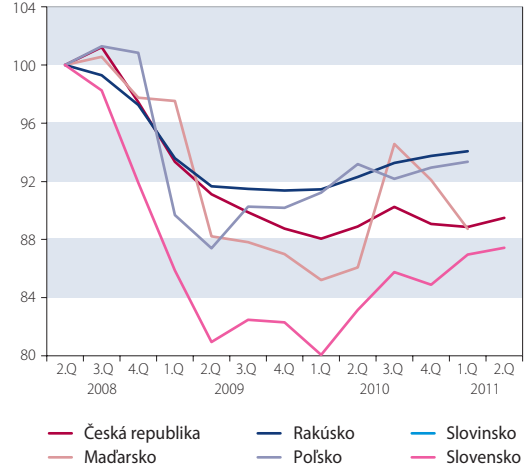
Pokles zamestnanosti bol vo viacerých krajinách tlmeneý uplatňovaním rôznych schém skráteného pracovného času. Tento efekt je možné pozorovať

Graf 14 Celkový počet odpracovaných hodín
(index 2008Q2 = 100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 15 Celkový počet odpracovaných hodín
– priemyselná výroba (index 2008Q2 = 100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Poznámka: Údaje za Slovinsko nie sú dostupné.

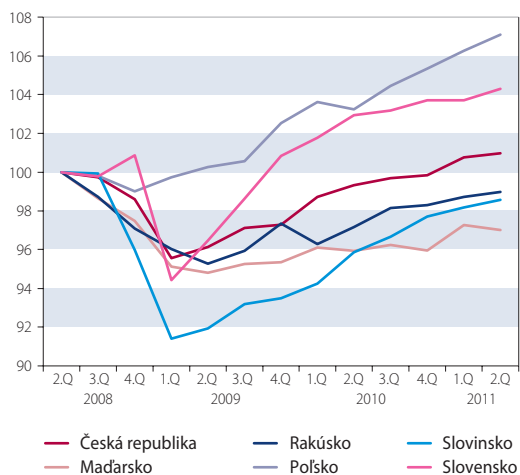


na ekonomike ako celku, ale mimoriadne výrazný je práve v obchodovateľnom sektore (priemyselná výroba). Podobne ako pri poklese zamestnanosti sa celkový počet odpracovaných hodín znížil najviac v Slovinsku a na Slovensku. Kým na Slovensku sa počet odpracovaných hodín začal postupne zvyšovať, v Slovinsku klesal aj v 2. štvrtroku 2011. Tendenciu návratu k predkrízovým úrovňam mal vývoj odpracovaných hodín aj v Rakúsku a čiastočne v Poľsku. V Českej republike a Maďarsku však tento trend nie je jednoznačný. Za priemyselnú výrobu nie sú dostupné údaje za Slovinsko, opäť je však pokles počtu odpracovaných hodín v čase krízy najvyraznejší v slovenskej ekonomike. Kým v Poľsku, Rakúsku a na Slovensku je zrejماً tendencia k postupnému nárastu odpracovaných hodín na predkrízové úrovne, v Českej republike a čiastočne aj v Maďarsku možno hovoriť o stagnácii odpracovaných hodín po predchádzajúcom poklese.

Začiatkom krízy sa výrazný pokles produkcie premietol do vysokého poklesu produktivity práce. Následne však relatívne pružná reakcia trhu práce prostredníctvom znižovania zamestnanosti, ale aj počtu odpracovaných hodín prispela k obnove rastu produktivity. Výrazná reakcia prostredníctvom schém skráteného pracovného času dokonca v niektorých ekonomikách zabránila poklesu produktivity práce na odpracovanú hodinu. Tento vplyv je zrejماً najmä v Poľsku, na Slovensku a čiastočne aj v Českej republike a Rakúsku.

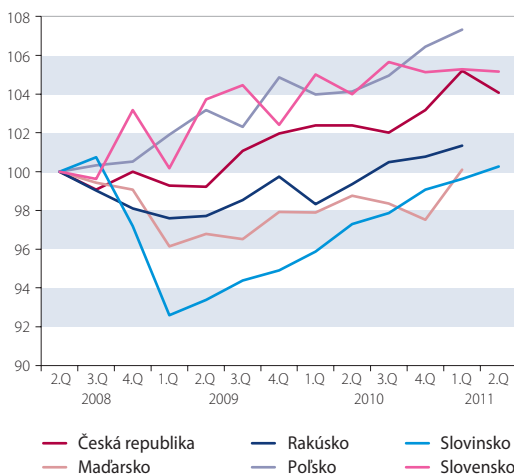
Dopad ekonomickej a finančnej krízy na zamestnanosť v jednotlivých ekonomikách bol pomerne výrazný. Pokles celkových kompenzácií však nebol vo väčšine krajín dostatočne silný, čo spôsobilo rast kompenzácií na zamestnanca. V priebehu krízy poklesli len v Maďarsku, čo však súviselo najmä s ich výrazným znížením vo verejnom sektore. Naopak v priemyselnej výrobe najpružnejšie reagovali na prepád globálnej ekonomiky a export-

Graf 16 Produktivita na zamestnanca (index 2008Q2 = 100)



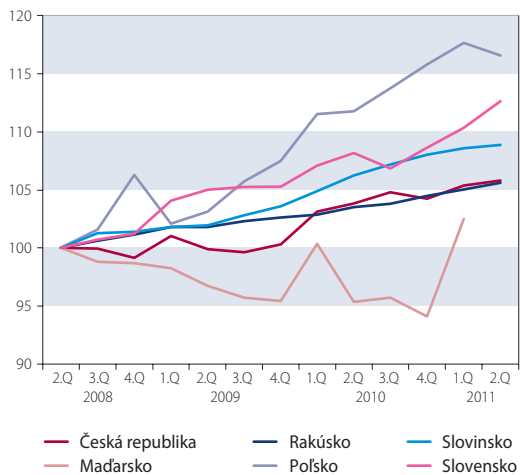
Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 17 Produktivita na hodinu (index 2008Q2 = 100)



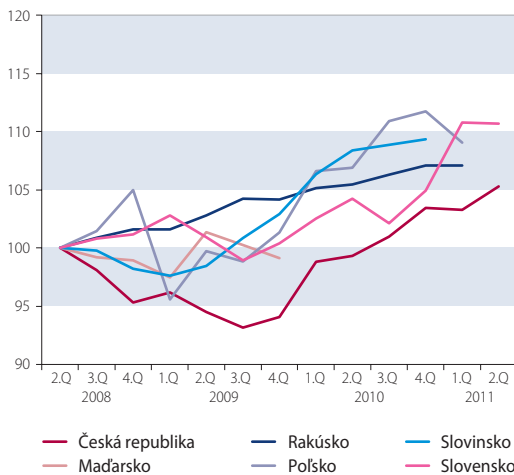
Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 18 Kompenzácie na zamestnanca (index 2008Q2 = 100)

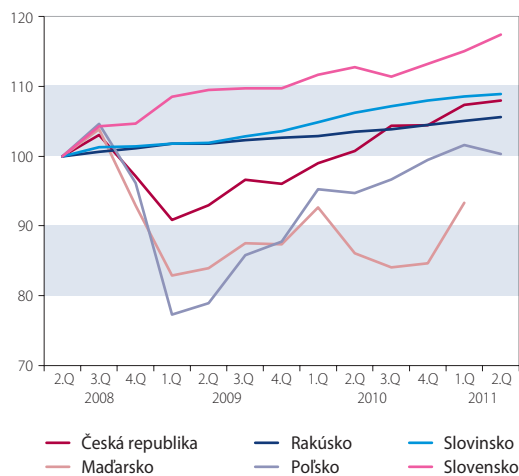


Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

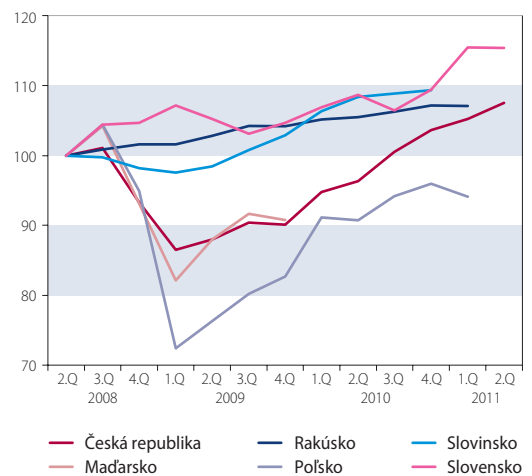
Graf 19 Kompenzácie na zamestnanca – priemyselná výroba (index 2008Q2 = 100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

**Graf 20** Kompenzácie na zamestnanca v eurách (index 2008Q2 = 100)

Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 21 Kompenzácie na zamestnanca v eurách – priemyselná výroba (index 2008Q2 = 100)

Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

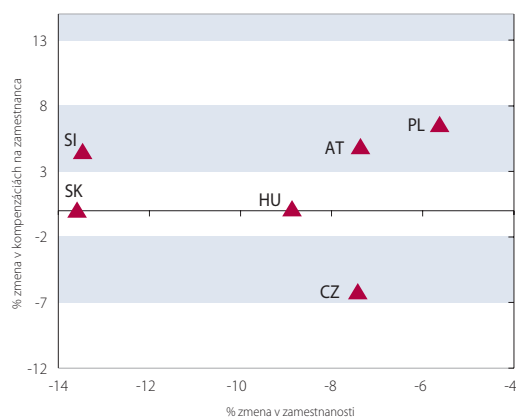
4 Údaje za Slovensko v národnej mene sú ovplyvnené zavedením eura k 1.1. 2009. V národných menách sú údaje za rok 2008 prepočítané na eurá konverzným kurzom, čo môže čiastočne deformovať ekonomickú interpretáciu.

ných možností kompenzácie v Českej republike. Relatívne umiernený vývoj však mali v čase krízy vo všetkých ekonomikách. Následne po obnovení ekonomického rastu však začali rásť a vo všetkých krajinách (údaje za Maďarsko nie sú dostupné) presiahli predkrízové úrovne.

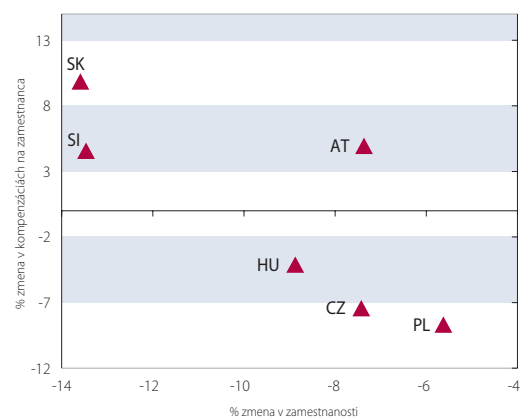
Z hľadiska mzdových nákladov exportujúcich odvetví však mal vývoj kompenzácií v eurách výrazný tlmiaci vplyv. Výmenné kurzy CZK, PLN a HUF sa v priebehu krízy výrazne oslabili a keďže príjmy exportérov sa realizujú predovšetkým v eurách a mzdové náklady sú denominované v domácej mene, dopad krízy na ziskové marže bol v týchto ekonomikách pravdepodobne miernejší v porovnaní so Slovenskom, Slovinskom a Rakúskom ako členmi eurozóny. Vzhľadom na to, že znehodnotenie nominálneho kurzu sa súčasne premietlo do oslabenia reálneho efektívneho výmenného kurzu na báze ULC, mali tieto ekonomiky aj relatívnu výhodu z hľadiska konkurencieschopnosti.

Z grafov 22 a 23 je zrejmé, že medzi zmenou kompenzácií v národných menách a zmenou zamestnanosti prakticky nie je žiadny jednoznačný vzťah (údaje za Slovensko sú čiastočne deformované prechodom na euro).⁴ Ak však vezmeme do úvahy vplyv znehodnotenia nominálnych kurzov na vývoj kompenzácií, potom druhý z dvojice grafov (graf 23) naznačuje, že Česká republika, Maďarsko a Poľsko, ktorým znehodnotenie výmenného kurzu pomohlo vo výraznejšom znížení kompenzácií na zamestnanca v eurách, zaznamenali nižšie straty na zamestnanosti v porovnaní so Slovenskom a Slovinskom. Vývoj v Rakúsku sa z tejto schémy čiastočne vymyká.

Slovensko a Slovinsko dokázali v priebehu krízy pomerne výrazne znížiť celkový objem kompenzácií v priemyselnej výrobe. Toto zníženie bolo viac-menej porovnateľné s poklesom kompenzácií v Českej republike a Maďarsku v národných menách. V eurovom vyjadrení však pokles kompenzácií nebol taký výrazný ako v troch krajinách

Graf 22 Zmena v zamestnanosti a kompenzáciách na zamestnanca v národnej mene v priemyselnej výrobe (1Q2008 – 4Q2009)

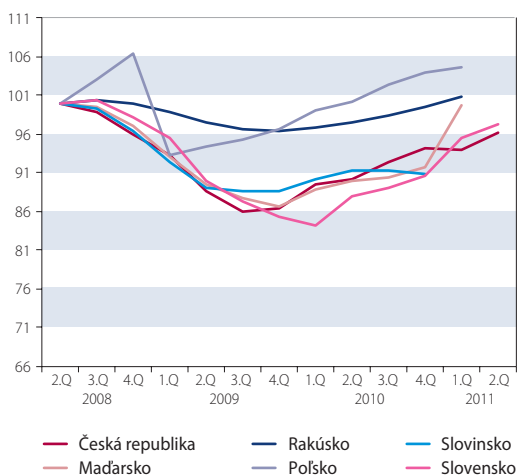
Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 23 Zmena v zamestnanosti a kompenzáciách na zamestnanca v eurách v priemyselnej výrobe (1Q2008 – 4Q2009)

Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.



Graf 24 Kompezácie v národnej mene – priemyselná výroba (index 2008Q2 = 100)

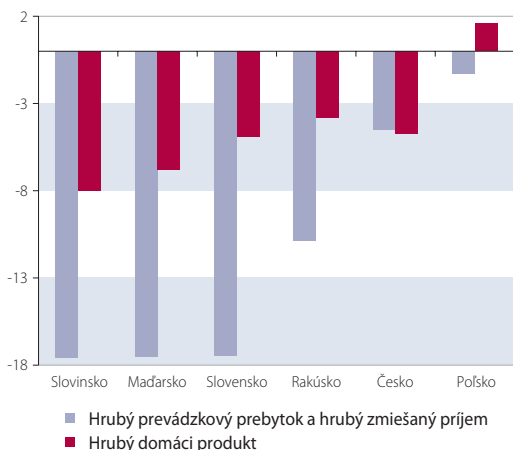


Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

s pohyblivým kurzom. Dokonca Poľsko, kde kompezácie v národnej mene poklesli len mierne, zaznamenalo vďaka znehodnoteniu nominálneho kurzu najvyšší pokles kompezácií v eurách spomedzi CEE6.

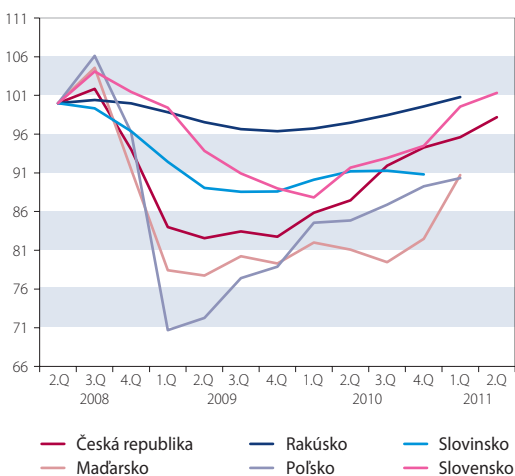
Pohyblivý výmenný kurz tak pravdepodobne pomohol tlmieť pokles zisku nefinančného sektora (hrubý prevádzkový prebytok a hrubý zmiešaný príjem). Ten menej citlivo reagoval na celkový prepád, resp. spomalenie ekonomiky, v porovnaní s krajinami CEE6, ktoré sú členmi eurozóny. Výnimku predstavuje Maďarsko, kde však HDP viac-menej stagnovalo už dva roky pred krízou a súčasne bol prepád jeho ekonomiky v priebehu krízy pomerne vysoký a pretrvával šesť štvrtkov. Nižší pokles zisku v krajinách s pohyblivým kurzom tak mohol tlmieť tlaky na znižovanie zamestnanosti.

Graf 26 Zmena hrubého prevádzkového prebytku a hrubého zmiešaného príjmu nefinančných korporácií a zmena HDP v roku 2009 (v %)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 25 Kompezácie v eurách – priemyselná výroba (index 2008Q2 = 100)

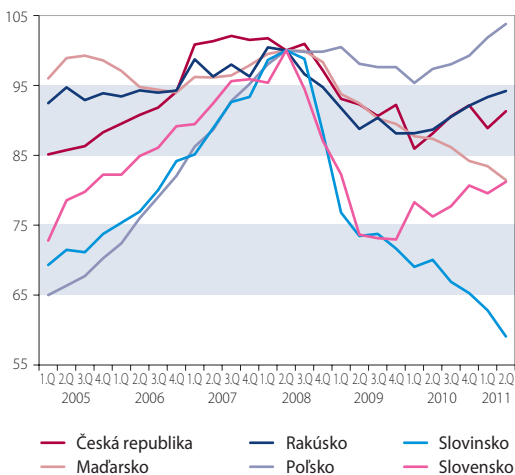


Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

INVESTÍCIE, INVESTÍCIE DO BUDOV NA BÝVANIE, HYPOTEKÁRNE ÚVERY A CENY NEHNUTEĽNOSTÍ

Investície predstavujú pre menej rozvinuté ekonomiky hnací motor konvergenencie, pričom v predkrízovom období relatívne dynamicky rástli vo všetkých konvergujúcich ekonomikách CEE6, s výnimkou Maďarska. V Rakúsku, ktoré sa nachádza na výrazne vyššom stupni konvergenencie, bol rast investícií menej dynamický. Ekonomická a finančná kríza a s ňou spojený prepád globálneho hospodárstva, a teda aj exportu, sa premietol aj do výrazného zníženia investícií takmer vo všetkých ekonomikách CEE6. Relatívne mierny pokles zaznamenalo len Poľsko, ktoré je však v porovnaní s ostatnými krajinami CEE6 relatívne uzavretou ekonomikou a kde bol investičný dopyt súčasne priaznivo ovplyvňovaný aj domácim spotrebným dopytom. Naopak najvýraznejší pokles investícií po začiatku krízy zarna-

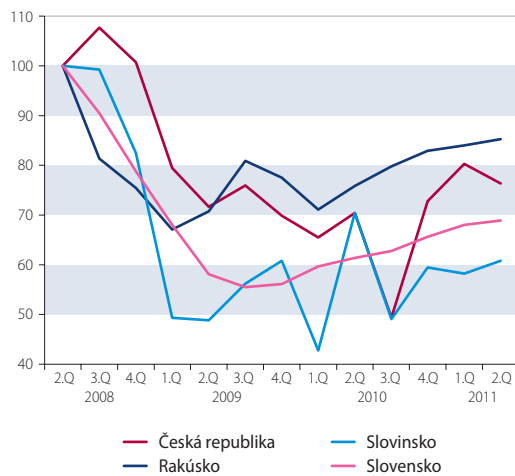
Graf 27 Tvorba hrubého fixného kapitálu (index 2008Q2 = 100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

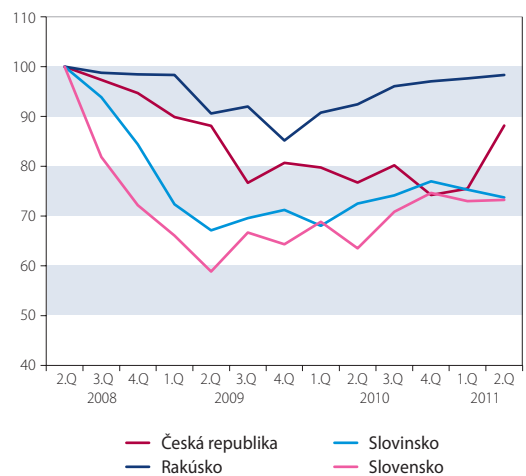


Graf 28 Dopravné zariadenia
(index 2008Q2 = 100)



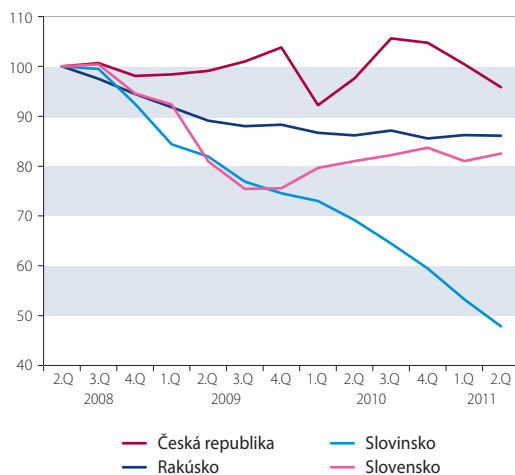
Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 29 Kovové výrobky a stroje
(index 2008Q2 = 100)



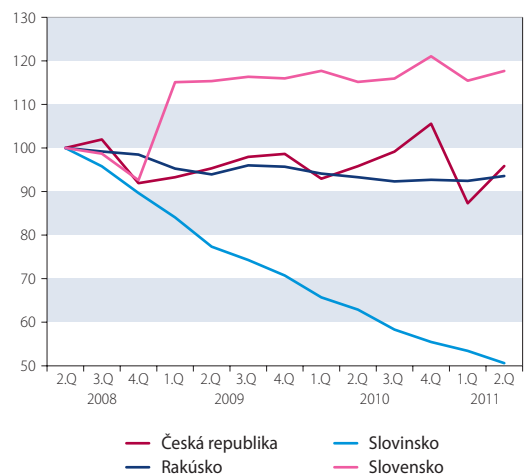
Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 30 Stavebníctvo bez budov na bývanie
(index 2008Q2 = 100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf 31 Stavebníctvo – budovy na bývanie
(index 2008Q2 = 100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

menali Slovinsko a Slovensko. Postupné posilnenie globálnej ekonomickej aktivity a oživenie exportu sa začalo premietat do mierneho rastu investícií. V Slovinsku a Maďarsku však úroveň investícií klesala aj v druhom štvrtroku 2011. Predkrízovú úroveň dosiahol objem investícií len v Poľsku.

Rozdelenie investícií podľa jednotlivých typov aktív za Maďarsko a Poľsko, žiaľ, nie je k dispozícii, preto sa bude nasledujúci text venovať štruktúre investícií len v štyroch krajinách CEE6.

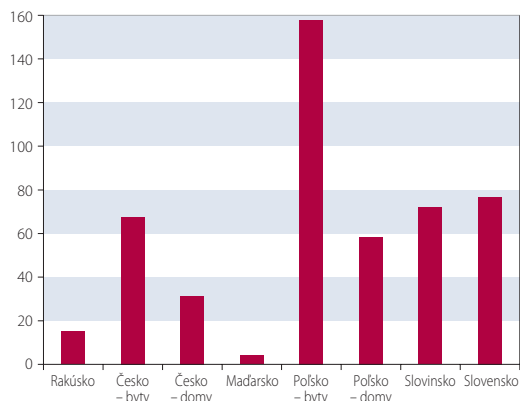
Na zníženie ekonomickej aktivity citlivo reagovali investície do dopravných zariadení, teda do takých investičných aktív, ktorých nákup je v zlej ekonomickej situácii jednoduché odložiť. Takisto sa znížili investície do strojov, ktoré majú na celkovom objeme investícií vo všetkých ekonomikách CEE6 podiel približne 30% a teda výrazne ovplyvnili celkový prepád investícií a produktu. Najvýraznejšie boli postihnuté slovenská a slovinská ekonomika, po prudkom poklese na začiatku

krízy však objem ich investícií začal postupne rásť. V českej a predovšetkým rakúskej ekonomike bol prepád investícií do strojov miernejší, pričom v Rakúsku došlo k relatívne rýchlemu obnoveniu rastu investícií a tie v 2. štvrtroku 2011 takmer dosiahli predkrízovú úroveň. V Českej republike bol síce pokles investícií na začiatku krízy miernejší ako v Slovinsku a na Slovensku, pretrvával však dlhšie obdobie. V druhom štvrtroku 2011 však investície do strojov v Českej republike prudšie vzrástli a posunuli sa bližšie k predkrízovým úrovňam.

Významný podiel na investíciách majú aj stavebné investície bez budov na bývanie. Ten sa pohybuje v jednotlivých krajinách v rozmedzí od 30 do 40%. S výnimkou Českej republiky kríza ovplyvnila aj túto skupinu investícií, najvýraznejšie v Slovinsku. Kým v Rakúsku a na Slovensku sa po úvodnom poklese úroveň investícií stabilizovala, aj keď na výrazne nižších úrovniach ako pred krízou, v Slovinsku naďalej klesala.



Graf 32 Rast cien nehnuteľností v rokoch 2004 až 2008 (v %)



Zdroj: ECB a vlastné výpočty.

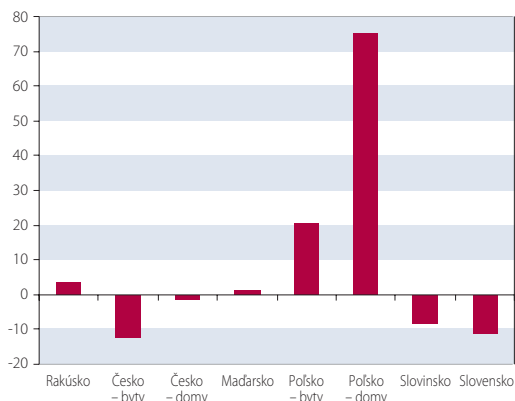
Poznámka: Cenový rast za Slovensko sa porovnáva od roku 2005, keďže v čase vstupu do EÚ v roku 2004 ceny nehnuteľností nepriamo vzrástli v dôsledku nerealistických očakávaní, v roku 2005 však došlo ku korekcii.

Vo viacerých krajinách v Európe (napr. v Španielsku) sa ekonomická a finančná kríza premenila do výrazného prepadu investícií do budov na bývanie. Súviselo to obvykle s cenovou bublinou v tomto segmente aktív. Spomedzi štyroch krajín CEE6 je podobný vývoj zrejmy len v Slovinsku. Úroveň investícií do budov na bývanie dosahovala v 2. štvrtroku 2011 približne len 50 % predkrízovej úrovne. Práve Slovinsko zaznamenávalo pred krízou najrýchlejší rast investícií, ktorý pretrvával od konca roku 2003. Maximálnu úroveň dosiahol objem investícií do budov na bývanie v Slovinsku v 2. štvrtroku 2008, teda tesne pred krízou, a bol vyšší o viac ako 80 % v porovnaní s obdobím, keď začal ich rastový trend. V ostatných ekonomikách rast investícií nebol taký výrazný, resp. nepretrvával také dlhé obdobie. Celkovo však kríza nemala výraznejší vplyv na objem investícií na bývanie ani v jednej z ekonomik s výnimkou Slovinska.

Aj keď ekonomická kríza nemala výraznejší dopad na investície do budov na bývanie na Slovensku, v Českej republike a Rakúsku, vo viacerých ekonomikách sa prejavila poklesom cien nehnuteľností. Tomu však vo väčšine krajín predchádzal relatívne silný cenový rast, podporovaný ponukou hypotekárneho úverovania. Najdynamickejší cenový rast zaznamenalo Poľsko, nasledovalo Slovensko, Slovinsko a Česká republika. V Rakúsku a Maďarsku ceny nehnuteľností v tomto období vzrástli len mierne.

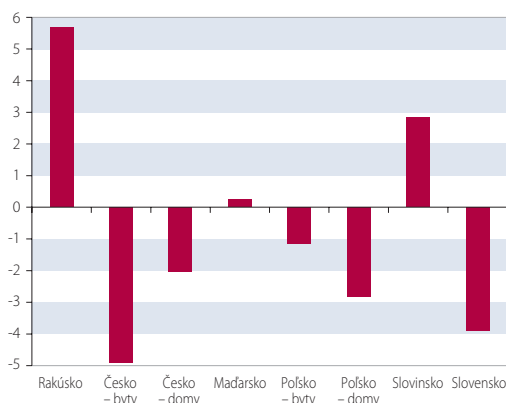
V roku 2009 v dôsledku poklesu ekonomickej aktivity, zamestnanosti, spomalenia rastu kompenzácií a celkového rastu neistoty došlo vo viacerých krajinách CEE6 k poklesu cien nehnuteľností. Najviac sa v roku 2009 znížili ceny nehnuteľností v Českej republike, na Slovensku a v Slovinsku. Naopak v Poľsku ceny nehnuteľností rástli mimoriadne dynamicky. Pokles cien nehnuteľností pokračoval v Českej republike a na Slovensku aj v roku 2010. Ceny mierne poklesli aj v Poľsku,

Graf 33 Rast cien nehnuteľností v roku 2009 (v %)



Zdroj: ECB a vlastné výpočty.

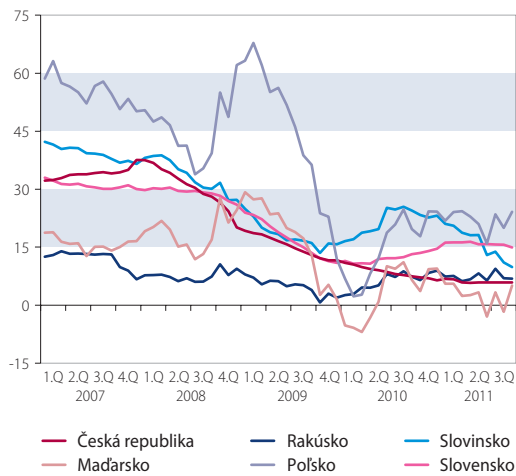
Graf 34 Rast cien nehnuteľností v roku 2010 (v %)



Zdroj: ECB a vlastné výpočty.

v Slovinsku však mierne vzrástli. Zaujímavé je, že v Slovinsku sa napriek obrovskému prepadu investícií do bytovej výstavby ceny nehnuteľností neznižovali až tak výrazne. Naopak v prípade českej a slovenskej ekonomiky sa môže zdať, akoby pretrvávajúca relatívne vysoká úroveň investícií do budov na bývanie spôsobovala previs ponuky nad dopytom a tlačila na pokles cien.

Vývoj objemu investícií do budov na bývanie, resp. vývoj cien nehnuteľností, do určitej miery súvisel aj s prístupom k financovaniu nákupu nehnuteľností, teda k hypotekárnym úverom. Vzhľadom na zhoršenú finančnú situáciu domácností, ako aj na pokles cien nehnuteľností v jednotlivých krajinách banky vo všeobecnosti sprísnilo úverové podmienky a súčasne dopyt po hypotékach bol tiež tlmenejší. Vo väčšine krajín CEE6 sa to premenilo do výraznejšieho spomalenia rastu hypotekárných úverov. Tempo rastu hypoték v Maďarsku a Poľsku je do značnej miery ovplyvňované vysokým podielom úverov v cudzej mene (ich podiel predstavuje viac ako 60 % hypotekárných úverov), najmä vo švajčiarskych frankoch. Výrazná deprecia maďarského forintu a poľského zloté-

**Graf 35 Rast hypotekárnych úverov domácnostiam (v %)**

Zdroj: ECB, národné centrálné banky a vlastné výpočty.

5 Údaje za verejné financie sú založené na jarnej predikcii Európskej komisie European economic forecast – Spring 2011.

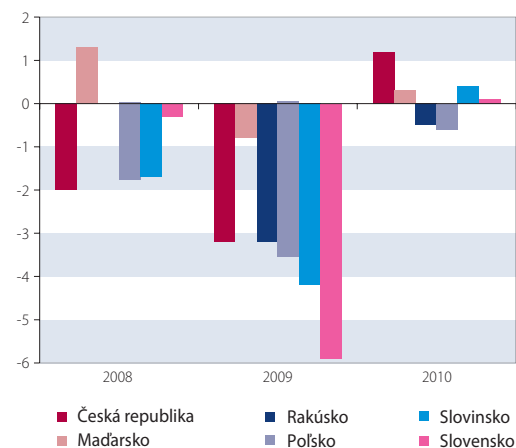
ho sa na prelome rokov 2008 a 2009 premietla do zrýchlenia medziročného rastu hypoték. Následne korekcia kurzového vývoja, ako aj nižší objem úverovania viedli k výraznému spomaleniu ich medziročnej dynamiky. Medziročný rast hypoték sa však priblížil aj na Slovensku, v Českej republike, Slovinsku a Maďarsku. Po obnovení ekonomického rastu sa rast hypotekárneho úverovania obnovil. Tento vývoj bol pomerne markantný najmä v Poľsku a pravdepodobne úzko súvisí s vysokým rastom cien nehnuteľností v roku 2009 a relatívne priaznivým ekonomickým rastom. Vysoký podiel hypoték v švajčiarskych frankoch však predstavuje riziko z pohľadu bilancii domácností a sprostredkovane aj bankového sektora. Ak súčasne zohľadníme mimoriadne vysoký minulý cenový rast nehnuteľností, prípadná ďalšia ekonomická recesia by mohla spustiť prasknutie potenciálnej cenovej bubliny s následným nepriaznivým dopadom na domácnosti a bankový sektor. V Maďarsku naopak hypotéky viac-menej stagnujú, čo by mohlo

prispieť k riešeniu rovnako vážneho problému ich menovej štruktúry. Relatívne vysoký podiel hypoték v švajčiarskych frankoch má aj Rakúsko (približne 35%), v porovnaní s Poľskom a Maďarskom je to však výrazne menej. Okrem toho kurz eura voči franku je stabilnejší ako kurzy poľskej či maďarskej meny. V Slovinsku v poslednom období dochádza k spomaľovaniu rastu hypoték. Môže to súvisieť vo veľkej miere s pretrvávajúcou slabou ekonomickou situáciou, pokračujúcim poklesom zamestnanosti a celkovou neistotou. Napriek tomu, že investície do stavieb na bývanie reagovali na zhoršené ekonomické podmienky výrazným prepadom, ceny nehnuteľností začali v roku 2010 opäť rásť. Opätovné zhoršenie globálnych ekonomických podmienok, ktoré by prehlbilo slabú ekonomickú situáciu v Slovinsku, by mohlo priniesť aj výraznejšiu korekciu v cenách nehnuteľností v porovnaní s tou, ktorá prebehla v roku 2009.

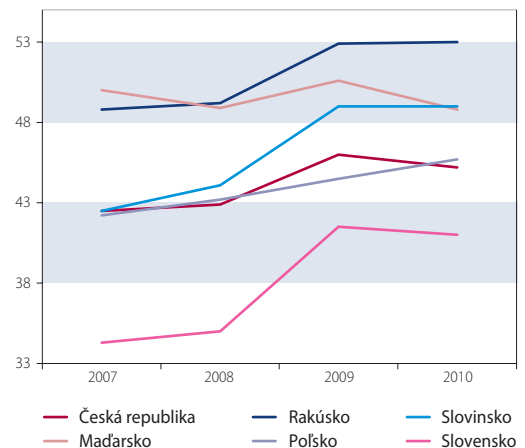
VEREJNÉ FINANCIIE⁵

Ekonomická a finančná kríza sa v značnej miere premietla do hospodárenia verejných financií. Deficitné hospodárenie sa prehlbilo predovšetkým v roku 2009, najmä na Slovensku, v Slovinsku a Poľsku. Nárast deficitu verejných financií bol ovplyvnený výrazným zvýšením podielu výdavkov na HDP. Odrážalo to jednak fungovanie automatických stabilizátorov, ale aj implementáciu ďalších opatrení a stimulačných balíčkov na podporu hospodárstva a tlmenie sociálnych nákladov spojených s krízou.

Ekonomický cyklus najvýraznejšie ovplyvnil verejné financie v Slovinsku a Maďarsku. O niečo miernejší dopad mal na Slovensku, v Českej republike a Rakúsku. Vzhľadom na relatívne priaznivý vývoj poľského hospodárstva bol dopad ekonomického cyklu na verejné financie v tejto krajine najnižší. Výrazné zhoršenie cyklicky očistenej bilancie v roku 2009 v Poľsku a na Slovensku naznačuje, že nárast deficitného hospodárenia

Graf 36 Zmena úrovne deficitu verejnej správy (v % na HDP)

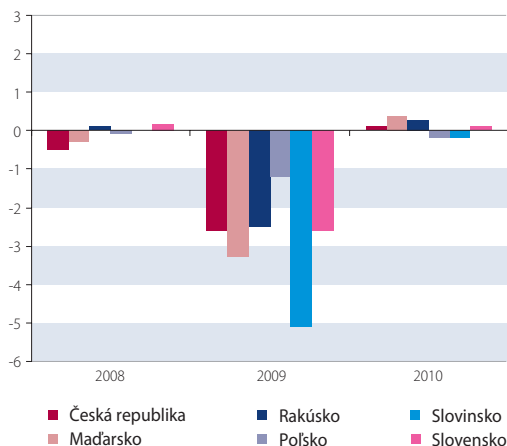
Zdroj: Európska komisia.

Graf 37 Podiel výdavkov na HDP (v %)

Zdroj: Európska komisia.

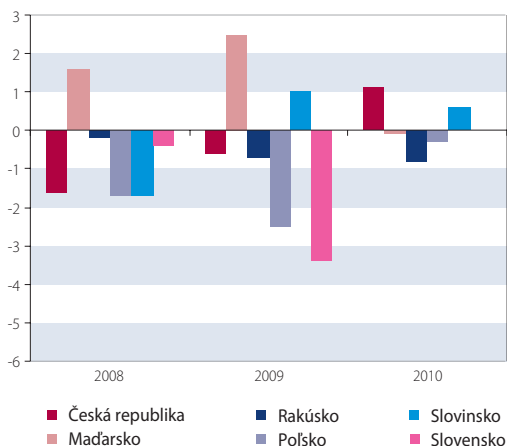


Graf 38 Zmena cyklickej zložky (v % HDP)



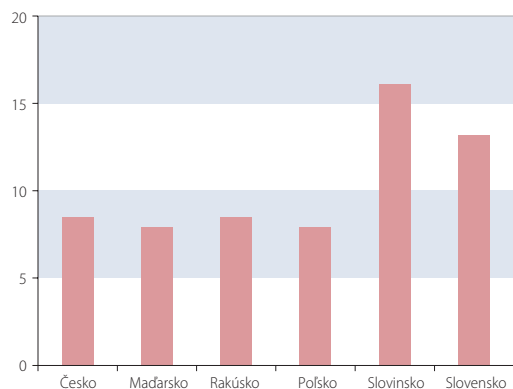
Zdroj: Európska komisia.

Graf 39 Zmena cyklicky upravenej bilancie (v % HDP)



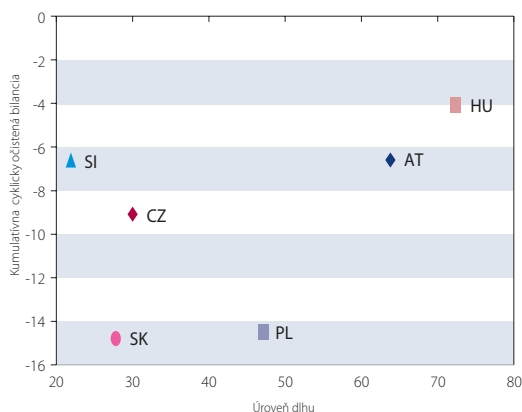
Zdroj: Európska komisia.

Graf 40 Zmena hrubého vládneho dlhu v období 2008 – 2010 (v % na HDP)



Zdroj: Európska komisia.

Graf 41 Úroveň dlhu v roku 2008 a kumulatívny deficit cyklicky očistenej bilancie za roky 2009 – 2010 (v % na HDP)



Zdroj: Európska komisia a vlastné výpočty.

súvisel s inými opatreniami. Miernejší prepád cyklicky očistenej bilancie zaznamenalo Rakúsko a Česká republika. Naopak v Maďarsku a Slovinsku cyklicky očistená bilancia prispela k zlepšovaniu hospodárenia verejných financií.

Nepriaznivý dopad ekonomickej a finančnej krízy na hospodárenie verejných financií sa premietol aj do rastu zadlženosti verejného sektora. Vo všeobecnosti možno konštatovať, že krajiny s relatívne nižšou predkrízovou úrovňou verejného dlhu mali silnejšiu motiváciu podporiť ekonomiku v priebehu krízy prostredníctvom vyšších výdavkov, a teda aj deficitov. To následne ovplyvnilo nárast zadlženia.

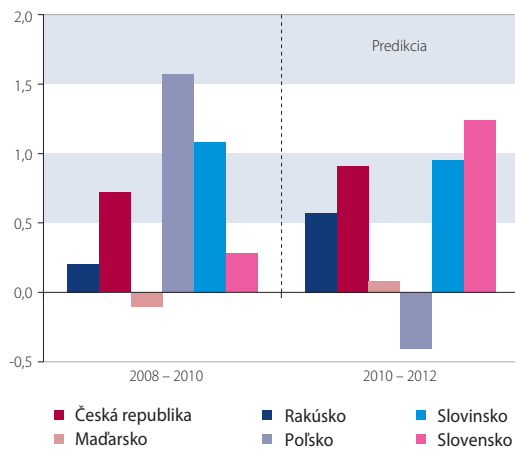
Graf 41 znázorňuje vzťah medzi úrovňou verejného dlhu v roku 2008 a aproximovaným kumulatívnym cyklicky očisteným deficitom v priebehu rokov 2009 a 2010 (údaje za cyklicky očistené deficity nie sú dostupné v absolútnych objemoch, Európska komisia ich publikuje len ako podiel na HDP, z tohto dôvodu sú hodnoty uvádzané v grafe len hrubou aproximáciou). Z grafu je zrejmé, že relatívne viac zadlžené krajiny (Maďarsko, Rakúsko) hospodárili s relatívne

nižšími deficitmi v porovnaní s krajinami s nízkou zadlženosťou, najmä Slovenskom, Poľskom a Českou republikou. Slovinsko aj napriek nízkej úrovni zadlženosti dosiahlo nižšie deficity cyklicky očistenej bilancie.

Zvýšenie zadlženosti sa automaticky premieta do rastu súčasných i budúcich nákladov obsluhy verejného dlhu. Inými slovami, príjmy verejných rozpočtov sú viac zatažované úrokmi, ktoré je potrebné platiť za pôžičky verejného sektora. V priebehu rokov 2008 až 2010 vzrástol podiel úrokových platieb na celkových príjmoch takmer vo všetkých ekonomikách s výnimkou Maďarska. Úroveň tohto podielu vzrástla najmä v Poľsku, Slovinsku a Českej republike. V Poľsku však k tomuto vývoju do značnej miery prispelo okrem nárastu verejného dlhu aj zníženie podielu celkových príjmov na HDP. Predikcia Európskej komisie naznačuje, že vo väčšine krajín budú náklady na obsluhu verejného dlhu stále viac uberať z príjmov, ktoré by sa inak mohli použiť na iné účely. Výnimkou je Poľsko a čiastočne Maďarsko, v dôsledku toho, že

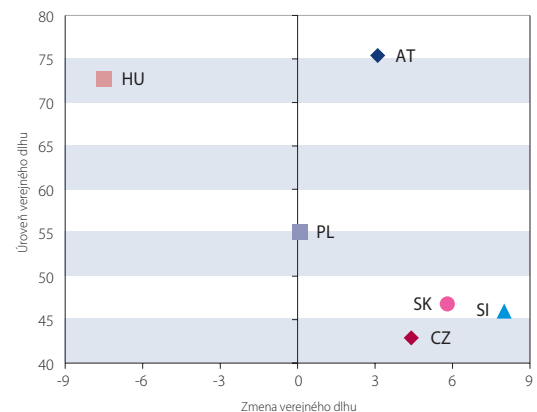


Graf 42 Zmena podielu úrokových platieb na celkových príjmoch (v p. b.)



Zdroj: Európska komisia.

Graf 43 Očakávaná zmena verejného dlhu 2010 – 2012 a jeho úroveň v roku 2012 (v % na HDP)



Zdroj: Európska komisia a vlastné výpočty.

prognóza Európskej komisie predpokladá opätovné zvýšenie podielu príjmov na HDP a v Maďarsku výraznejší pokles verejného dlhu a podielu úrokových platieb na HDP. Celkovo však úroveň zadĺženia bude vo všetkých krajinách vytvárať tlak na verejné financie. To bude v budúcnosti do značnej miery obmedzovať možnosť jednotlivých krajín stimulovať ekonomiku prostredníctvom zvýšenia deficitu cyklicky očistenej bilancie v prípade ďalšieho ekonomického poklesu. Rovnako sa budú zvyšovať nároky na úroveň primárnej bilancie, ktorá by mala postačovať na stabilizáciu úrovne dlhu.

ZÁVER

Z hľadiska dopadu ekonomickej krízy je pravdepodobné, že znehodnotenie nominálneho a následne reálneho kurzu tlmilo vplyv krízy na zahraničný obchod krajín CEE6 s režimom plávajúceho výmenného kurzu. Objem reálneho exportu Českej republiky, Poľska a Maďarska sa relatívne rýchlo vrátil na predkrízové úrovne. Pomerne pružne reagoval na ekonomické oživenie napriek absencii kurzového vankúša aj slovenský export, ktorý, aj keď o niečo neskôr, rovnako prekonal predkrízové úrovne. Výrazne pomalšie oživenie exportu zaznamenalo Rakúsko a Slovinsko, ktoré ani v 2. štvrtroku 2011 neprekonal predkrízové úrovne exportu. Depreciácia výmenných kurzov súčasne pravdepodobne pomohla Poľsku, Českej republike a Maďarsku minimalizovať straty trhového podielu exportu v čase globálneho ekonomického poklesu a naopak, realizovať prírastky trhového podielu v čase oživenia. Slovenská ekonomika síce na začiatku krízy zaznamenala najvyšší pokles trhového podielu exportu, bolo to však do značnej miery ovplyvnené plynovou krízou v 1. štvrtroku 2009. Postupne však začali jej trhové podiely rásť a podobne ako tri krajiny s plávajúcim výmenným kurzom kumulatívne zvýšila svoj trhový podiel exportu. Naopak trhové podiely rakúskeho a slovinského exportu takmer nepretržite klesali.

Vankúš, ktorý vytvorilo znehodnotenie výmenných kurzov, tak pravdepodobne tiež pomohol stlmiť dopad krízy na zamestnanosť. Výrazne to prispelo k zníženiu kompenzácií v eurovom vyjadrení. Keďže exportujúce odvetvia realizujú svoje tržby najmä v eurách, tento pokles pomohol znížiť prepad ziskovosti (predovšetkým v Českej republike a Poľsku) a súčasne tak pravdepodobne tlmil tlak na znižovanie zamestnanosti. Najvýraznejšie sa zamestnanosť v porovnaní s predkrízovým obdobím v obchodovateľnom sektore (priemyselná výroba) znížila na Slovensku a v Slovinsku. V Rakúsku, teda ekonomike na podstatne vyššej úrovni konvergencie, nedošlo k tak výraznému poklesu zamestnanosti. Spomedzi krajín CEE6, ktoré sú členmi eurozóny, reagoval na ekonomickú krízu trh práce pravdepodobne najflexibilnejšie na Slovensku. Pokles zamestnanosti a zníženie odpracovaných hodín prispeli k rýchlemu obnoveniu rastu produktivity práce nad predkrízové úrovne. Z hľadiska dopadu na zamestnanosť to však bolo pomerne nákladné.

Spomalenie globálnej ekonomickej aktivity a exportu sa prejavilo aj v prepade investícií. Ten bol na začiatku krízy najvýraznejší na Slovensku a v Slovinsku, teda v krajinách, kde došlo k najvýraznejšiemu zníženiu exportu. Súčasne výmenný kurz nevytvoril v týchto krajinách vankúš z hľadiska konkurencieschopnosti a mzdových nákladov. Na Slovensku sa však tvorba hrubého fixného kapitálu postupne obnovila, v Slovinsku pokračoval jej pokles. Podobne aj v Maďarsku pokles investícií síce nebol na začiatku krízy taký výrazný, pretrvával však v celom sledovanom období. Najmenej boli investície ovplyvnené v Poľsku, kde však HDP klesol len v jednom štvrtroku a ekonomika bola podporovaná tak súkromným, ako aj verejným spotrebiteľským dopytom.

V štyroch ekonomikách CEE6, kde sú dostupné údaje štruktúry tvorby hrubého fixného kapitálu (Česká republika, Rakúsko, Slovinsko, Slovensko), možno zhodne pozorovať snahu o úspory investícií smerujúcich do dopravných prostriedkov. Po-



merne výrazne však boli ovplyvnené aj investície do strojov. Tie sa najmenej znížili v Rakúsku, teda v najvyspelejšej ekonomike. Investície do budov, resp. do budov na bývanie, výrazne ovplyvnila kríza len v Slovinsku. Ceny nehnuteľností sa v roku 2009 najvýraznejšie znížili v Českej republike a na Slovensku a ich pokles pokračoval aj v roku 2010. V Slovinsku síce v roku 2009 tiež poklesli, v nasledujúcom roku však opäť rástli. Ak vezme do úvahy ich pomerne výrazný rast v predkrízových rokoch, pretrvávajúci pokles investícií do budov na bývanie a nepriaznivú situáciu na trhu práce, prípadný ďalší pokles cien nehnuteľností môže byť rizikom. Značné riziko, pokiaľ ide o ceny nehnuteľností, existuje aj v poľskej ekonomike, kde tieto ceny rástli mimoriadne vysokým tempom aj v roku 2009, teda v čase krízy. Tento vývoj bol podporovaný relatívne priaznivým rastom poľskej ekonomiky, ktorý do značnej miery stimulovala aj verejná spotreba. Ďalšie stimuly zo strany verejných financií však vzhľadom na úroveň dlhu nebudú jednoduché. Podľa nášho názoru v Poľsku s veľkou pravdepodobnosťou existuje cenová bublina v cenách nehnuteľností, pričom výrazne vzrástlo riziko jej prasknutia. Toto riziko je o to väčšie, že viac ako 60% hypotekárnych úverov domácnostiam je v cudzej mene, predovšetkým vo švajčiarskych frankoch. V čase nárastu averzie k riziku, ktoré sprevádzalo priebeh krízy, došlo k prudkému znehodnoteniu poľského zlotého. Podobný vývoj možno pozorovať aj v súčasnosti, keď sa zvýšili obavy z dvo-

jitej recesie. Znehodnotenie poľskej meny výrazne zvyšuje náklady na splácanie hypotekárnych úverov, čo môže prispieť k prasknutiu cenovej bubliny. To by malo jednoznačne negatívny efekt na finančnú stabilitu. Podobná situácia v menovej štruktúre hypoték je aj v Maďarsku, tu však pravdepodobne cenová bublina na trhu nehnuteľností neexistuje. Riziko pre finančnú stabilitu je však vysoké.

Vplyv krízy na zhoršenie hospodárenia verejných financií bol jednoznačný vo všetkých krajinách CEE6. Prejavilo sa to jednak v náraste cyklickej zložky deficitu verejných financií, ale aj vo zvýšení iných výdavkov zameraných na zmierňovanie dopadov krízy. Tento priestor využili najmä krajiny s relatívne nízkou úrovňou zadĺženia. Najvyššie deficity cyklicky očistenej bilancie v rokoch 2009 a 2010 zaznamenalo Poľsko, Slovensko a Česká republika, kde predovšetkým posledné dve krajiny vstupovali do obdobia krízy s nízkou úrovňou dlhov. Naopak Rakúsko a Maďarsko, kde bola úroveň dlhu vysoká už pred krízou, hospodárili z pohľadu cyklicky očistenej bilancie menej deficitne. Deficitné hospodárenie sa však automaticky premietlo do rastu zadĺženosti a nákladov na obsluhu dlhu. Možno tak konštatovať, že vzhľadom na nízku úroveň zadĺženosti pred krízou mohli niektoré krajiny využiť priestor a tlmiť dopady krízy zvýšenými výdavkami. Tento priestor sa však v rozhodujúcej miere vyčerpal a v prípade ďalšieho ekonomického prepadu sa naň nebude možné spoliehať.

Použitá literatúra:

- Jevčák, A.: Did nominal exchange rate flexibility matter during the global recession? A Czech and Slovak case study, ECFIN Economic Briefs, 2011.
- ECB: Labour Market Adjustments to the Recession in the Euro Area, Monthly Bulletin, July 2010.
- OECD: Labour markets and the crisis, Economic Department Working Paper No. 756, April 2010.
- European Commission: European Economic Forecast, spring 2011.
- European Commission: General government data, spring 2011.
- European Commission: Cyclical adjustments of budget balances, spring 2011.
- European Commission: Stability and Convergence Programmes, spring 2011.

I N F O R M Á C I E

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o., na apríl 2012

Názov vzdelávacieho podujatia	Dátum konania
Komponenty k finančnej analýze konsolidovaných ÚZ podľa IFRS	3. 4. 2012
Finančný manažment II	4. – 5. 4. 2012
Skúška sprostredkovateľov – vyšší stupeň	4. 4. 2012
Jazyková kultúra v bankovníctve a vo verejnej sfére	11. 4. 2012
Skúška sprostredkovateľov – stredný stupeň	11. 4. 2012
ZBP – 3. Pasívne bankové operácie	12. 4. 2012
Bazilejské dohody o kapitáli, finančné riziká banky a ich riadenie III	13. 4. 2012
Platobný styk I	17. 4. 2012
Bazilej III	17. 4. 2012
DISC typológia v praxi manažéra	19. 4. 2012
Model Risk	23. – 24. 4. 2012
Euroval	24. 4. 2012
OFV – stredný/vyšší stupeň – sektor PaZ	25. – 26. 4. 2012
Etiketa a základy spoločenského protokolu I.	27. 4. 2012
Boj proti legalizácii a financovaniu terorizmu	27. 4. 2012