



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 1

VONKAJŠIE EKONOMICKÉ PROSTREDIE

1



1 VONKAJŠIE EKONOMICKÉ PROSTREDIE

1.1 GLOBÁLNE TRENDY VÝVOJA PRODUKCIE A CIEN

Globálny ekonomický vývoj v roku 2008 bol výrazne ovplyvnený finančnou krízou, ktorá súvisela s vývojom reálného trhu v USA v roku 2007. Nepriaznivý vývoj sa z roku 2007 preniesol do roku 2008, keď došlo k jeho prehĺbeniu a prenosu na globálnu ekonomiku s výrazným dopadom na reálnu ekonomickú aktivitu. Kým v prvých troch štvrtrokoch mala finančná kríza výrazný dopad na vyspelé ekonomiky, krajiny rozvíjajúcich sa ekonomík zostávali vďaka silnému domácejmu dopytu relatívne rezistentné voči kríze. Vďaka tomu si globálna ekonomická aktivita udržiavala relatívne silnú úroveň. Výrazné prehĺbenie finančnej krízy na začiatku 4. štvrtroka však výrazne zasiahlo práve krajiny rozvíjajúcich sa ekonomík. V dôsledku tohto vývoja došlo ku globálnej synchronizácii hospodárskeho cyklu, keď všetky krajiny zaznamenávajú ekonomické spomalenie. Medziročný rast svetovej ekonomiky sa v roku 2008 výrazne spomalil na 3,8% oproti 5,2% v roku 2007. Najvýraznejšie spomalenie zaznamenali vyspelé ekonomiky. Kým v roku 2007 sa kríza vo vyspelých ekonomikách dotýkala najmä finančných inštitúcií, v roku 2008 došlo k jej prenosu aj na nefinančné inštitúcie a reálnu ekonomickú aktivitu. Problémy finanč-

ného sektora viedli k preceňovaniu rizík, turbulenciám na finančných trhoch a sprísňovaniu úverových podmienok. Rovnako vysoké ceny komodít v prvej polovici roka 2008 prispievali vo vyspelých ekonomikách k spomaľovaniu ich ekonomickej aktivity. Po výraznom prehĺbení finančnej krízy v poslednom štvrtroku 2008 však došlo ku globálnemu sprísneniu úverových podmienok, k výraznému obmedzeniu kapitálových tokov, k zvýšeniu nákladov na externé financovanie a zhoršeniu podnikateľskej a spotrebiteľskej dôvery. Najvýraznejšie boli týmto vývojom zasiahnuté krajiny rozvíjajúcich sa ekonomík, kde došlo k deprecii ich mien a významnému spomaleniu ekonomického rastu v dôsledku výrazného poklesu exportu.

V roku 2008 v dôsledku spomalenia globálnej ekonomickej aktivity došlo k zníženiu dynamiky rastu zahraničnoobchodnej výmeny, keď jej medziročný rast v roku 2008 dosiahol 4,1% oproti 7,2% z roku 2007. Najvýraznejšie sa spomalil import vo vyspelých ekonomikách, čo malo následný dopad na export rozvíjajúcich sa ekonomík. V prvých troch štvrtrokoch bolo spomalenie zahraničnoobchodnej výmeny čiastočne kompenzované rastom obchodu medzi rozvíjajúcimi sa ekonomikami, predovšetkým však vďaka vzájomnému intraregionálnemu obchodu krajín

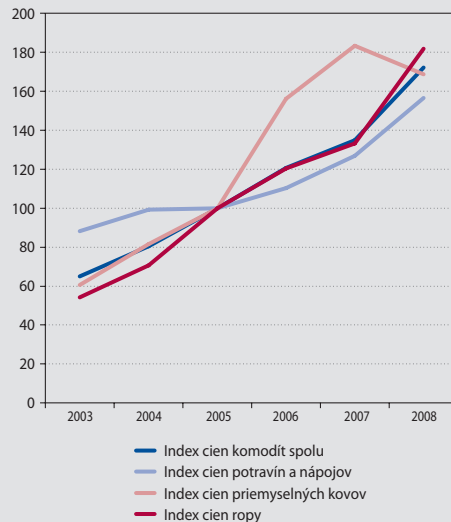
Tabuľka 1 Svetová produkcia (medziročný rast v %)

	2006	2007	2008
Svetová produkcia	5,0	5,2	3,2
Vyspelé ekonomiky	3,0	2,7	0,9
USA	2,9	2,0	1,1
Japonsko	2,4	2,4	-0,6
Eurozóna	2,8	2,6	0,8
Rozvíjajúce sa ázijské krajiny	9,6	10,6	7,7
Čína	11,1	13,0	9,0
India	9,7	9,3	7,3
Rusko	7,4	8,1	5,6
Stredná a Latinská Amerika	5,5	5,7	4,2
Brazília	3,8	5,7	5,1
Blízky východ	5,8	6,3	5,9

Zdroj: World Economic Outlook, IMF, apríl 2009, Eurostat.

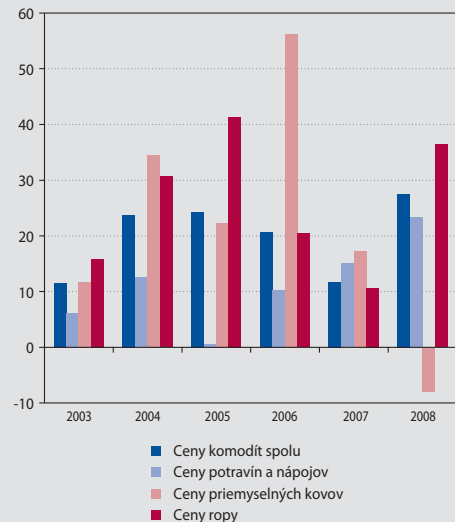


**Graf 1 Index vývoja cien (ceny v USD)
(rok 2005 = 100)**



Zdroj: World Economic Outlook, IMF, apríl 2009.

Graf 2 Medziročná zmena cien komodít (%)



Zdroj: World Economic Outlook, IMF, apríl 2009.

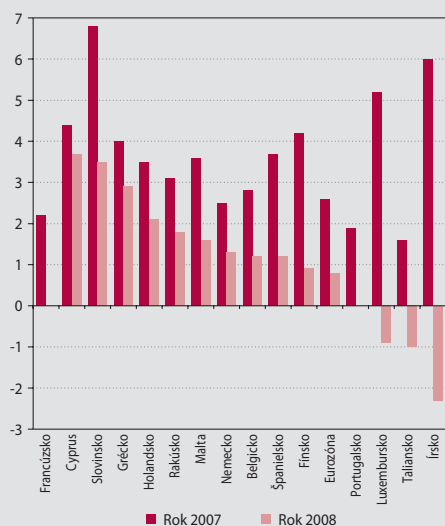
juhovýchodnej Ázie. V dôsledku prehĺbenia finančnej krízy na začiatku 4. štvrťroka však došlo aj v tomto regióne k výraznému poklesu dynamiky rastu zahraničného obchodu.

Cenový vývoj v roku 2008 bol výrazne volatilný, keď v prvej polovici roka sa prejavovali výrazné inflačné tlaky v dôsledku rastu cien ropy a agrokomodít. V druhej polovici roka po prehĺbení finančnej krízy došlo k opačnému vývoju, keď sa inflácia výrazne spomalila a v niektorých krajinách ku koncu roka vznikali obavy z deflácie. Priemerná ročná inflácia za rok 2008 dosiahla 3,5% oproti 2,1% v roku 2007. Medziročná inflácia ku koncu roka 2008 dosiahla 5,9% oproti 5,0% v roku 2007.

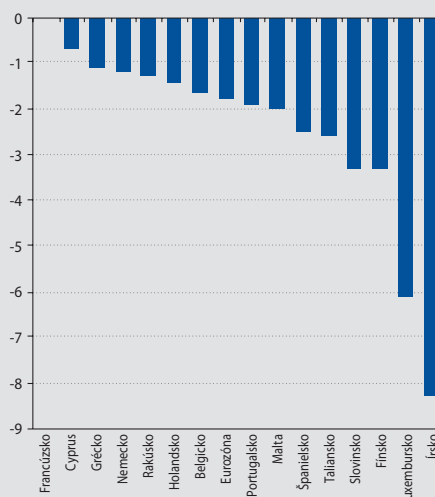
Vývoj cien ropy bol v priebehu roka 2008 volatilný a výrazne poznačený globálnym ekonomickým vývojom. V prvej polovici roka dosahovali ceny ropy svoje maximálne historické hodnoty s maximom 144 USD/barel v júli 2008. Tento vývoj bol zapríčinený silným dopytom zo strany ázijských rozvíjajúcich sa ekonomík, zatiaľ čo v krajinách OECD v dôsledku vysokých cien ropy a spomalenia hospodárskeho rastu dopyt po rope klesal. V druhej polovici roka po prehĺbení finančnej krízy došlo k prudkému poklesu cien ropy, keď v decembri zaznamenala svoju minimálnu hodnotu na úrovni 35,82 USD/barel. K poklesu dopytu v druhom polroku dochádzalo už

nielen v krajinách OECD, ale aj v rozvíjajúcich sa ekonomikách, ktoré boli výrazne zasiahnuté globálnou krízou. Priemerná cena ropy v roku 2008 bola 97 USD/barel. Oproti priemernej cene v roku 2007, keď jej úroveň dosiahla 72,8 USD/barel, tak vzrástla o 33%. Napriek tomu však v porovnaní so začiatkom roka spotovú cenu ropy na burze na konci roka 2008 klesla o 37%.

Podobne ako cena ropy sa vyvíjali aj ceny kovov, farebných kovov a agrokomodít. Ich vývoj bol rovnako volatilný a ovplyvnený globálnym hospodárskym vývojom. Kým v prvej polovici roka bol ich rast zapríčinený najmä silným dopytom zo strany ázijských rozvíjajúcich sa ekonomík, v druhom polroku po zintenzívnení finančnej krízy zaznamenali výrazný pokles v dôsledku prehĺbenia obáv z ďalšieho ekonomického vývoja svetovej ekonomiky. Najvýraznejší rast v prvom polroku zaznamenali ceny agrokomodít, ktoré výrazne prispievali k rastu inflácie najmä v rozvíjajúcich sa ekonomikách. V druhom a treťom štvrťroku však v dôsledku spomalenia ekonomického rastu, ale aj lepšej úrody než sa očakávalo, začali ceny agrokomodít klesať. Rovnako aj ceny kovov a farebných kovov zaznamenávali v prvom polroku rast cien s ich kulmináciou začiatkom júla 2008. Avšak v dôsledku obáv z ďalšieho ekonomického vývoja zaznamenali v druhom polroku 2008 výraznejší pokles cien ako agrokomodity.

Graf 3 Rast HDP v krajinách eurozóny v rokoch 2007 a 2008 (%)


Zdroj: Eurostat.

Graf 4 Zmena dynamiky hospodárskeho rastu v roku 2008 oproti roku 2007 (%)


Zdroj: Eurostat.

1.2 HOSPODÁRSKY VÝVOJ V EUROZÓNE

Hoci hospodárstvo eurozóny v prvom štvrtroku 2008 vzrástlo, v ďalších štvrtrokoch bol zaznamenaný pokles, ktorý sa prehĺbil najmä v závere roka. V porovnaní s rokom 2007 (2,6%) sa hospodársky rast eurozóny v roku 2008 výrazne spomalil a dosiahol úroveň 0,8%. Tento vývoj bol ovplyvnený prudkým znížením hospodárskej aktivity v dôsledku oslabovania domáceho dopytu, ako aj výrazného globálneho spomalenia. Prejavilo sa to predovšetkým v závere roka, ktorý bol poznačený ďalším poklesom ekonomiky a obnovenými turbulenciami na finančných trhoch. Následne sa to odrazilo nielen v poklese spotreby, ale aj v zápornom príspevku čistého exportu, keď v poslednom štvrtroku pokles vývozu prevyšoval zníženie dovozov. Uvedený vývoj sa prejavil aj v zhoršovaní vývoja nezamestnanosti, ktorá narástla z historicky najnižších hodnôt v decembri 2007 (7,2%) na 8,1% v decembri 2008.

V roku 2008 dosiahla dynamika celkovej priemernej inflácie meranej HICP 3,3%, čo bol výrazný nárast oproti predchádzajúcim dvom rokom, keď sa inflácia pohybovala na úrovni 2,1% resp. 2,2%. V roku 2008 bola inflácia, tak ako v predchádzajúcom roku, do veľkej miery determinovaná vývojom cien komodít, prevažne energií a potravín. V prvom polroku konjunktúra sveto-

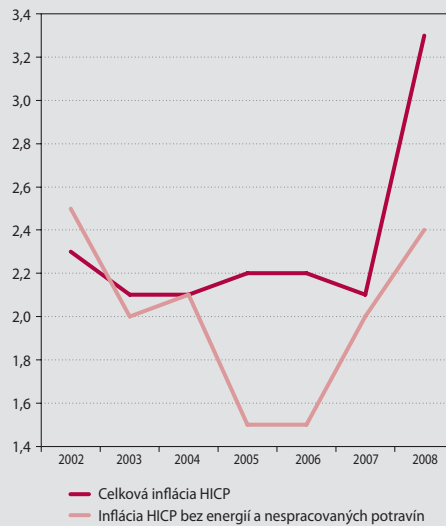
vého dopytu vytlačila svetové ceny komodít na veľmi vysokú úroveň, zatiaľ čo sa prudké spomalenie hospodárskej aktivity v druhej polovici roka výrazne premietlo do poklesu ich cien ku koncu roka 2008. Uvedený vývoj sa prejavil aj vo vývoji inflácie meranej HICP, keď ceny potravín a energií kulminovali v polovici roka. Celková inflácia tak dosiahla v júli svoje historické maximum (4%). V druhom polroku tieto komponenty zaznamenali prudký pokles a následne došlo k spomaleniu inflácie, keď v decembri dosiahla úroveň 1,6%. V porovnaní s decembrom 2007 (3,1%) sa dynamika rastu HICP výrazne zmiernila. Inflácia meraná HICP bez energií a potravín (spracovaných aj nespracovaných) ostala v podstate na tej istej úrovni ako v roku 2007 (2,0%).

Medziročná miera rastu cien priemyselných výrobcov dosiahla v roku 2008 úroveň 5,9% a v porovnaní s predchádzajúcim rokom (2,8%) sa v dôsledku vývoja cien komodít viac ako zdvojnásobila. V priebehu roka dosiahla medziročná miera rastu cien priemyselných výrobcov vrchol v júli (9,2%) a následne aj v dôsledku celkového vývoja zaznamenala dynamika rastu spomalenie, pričom v decembri bola na úrovni 1,1%.

V priebehu roka sa výmenný kurz eura znehodnotil vo vzťahu k americkému doláru o 5,2%. Turbulencie na finančných trhoch, ktoré začali v auguste 2007, sa presunuli aj do vývoja na fi-

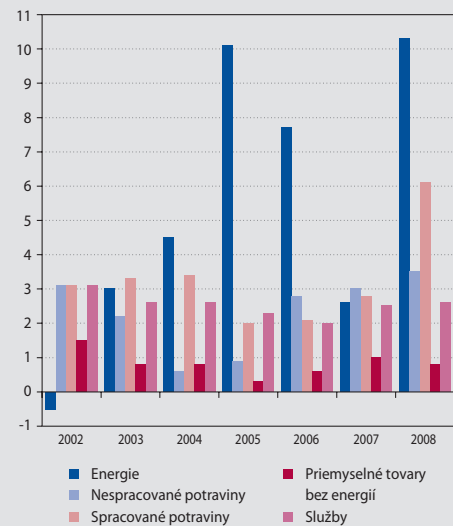


Graf 5 Vývoj inflácie HICP v eurozóne (%)



Zdroj: Eurostat.

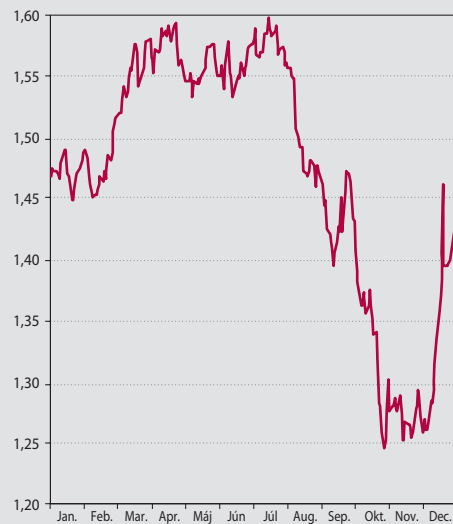
Graf 6 Medziročná zmena jednotlivých zložiek HICP inflácie v eurozóne (%)



Zdroj: Eurostat.

nančných trhoch v roku 2008. Na začiatku roka 2008 euro pokračovalo v apreciačnom trende z predchádzajúceho obdobia a po dosiahnutí historického maxima v apríli sa jeho úroveň až do augusta stabilizovala. Táto apreciácia bola dôsledkom očakávaní rozšírenia úrokového diferenciálu v prospech eurových aktív, nakoľko sa všeobecne predpokladalo, že eurozóna bude prebiehajúcou krízou zasiahnutá v menšej miere ako Spojené štáty americké. Avšak napriek tomu, že finančná kríza pochádzala z hypotekárneho trhu v USA, na základe údajov, ktoré boli v priebehu roka postupne zverejňované, bolo evidentné, že následne budú spomalením a neskôr i poklesom vo veľkej miere zasiahnuté aj ostatné svetové ekonomiky. Vzhľadom na uvedené fakty výmenný kurz eura voči americkému doláru zaznamenal prudkú deprecáciu a po troch mesiacoch sa euro dostalo približne na úroveň z polovice roka 2007. Prudká deprecácia eura bola primárne spojená s prehodnotením trhových očakávaní ohľadom vývoja eurozóny, nakoľko finančná kríza sa prehĺbovala a začala naberať globálny rozmer. Taktiež nárast neistoty, ako aj averzie voči riziku mali veľký vplyv na vývoj výmenného kurzu eura voči doláru, ako aj ostatným svetovým menám. Popritom vznikla situácia nedostatku dolárovej likvidity, vďaka ktorej bola zaznamenaná značná repatriácia zahraničných investícií, ako aj spoločné reakcie centrálnych bánk. Avšak v decembri euro zaznamenalo po jesennej deprecácii sil-

Graf 7 Vývoj výmenného kurzu USD/EUR v roku 2008



Zdroj: ECB.

ný vzostup, nakoľko vplyv na jeseň zavedených neryklických a zároveň dočasných opatrení na podporu dolára vyprchal a devízové trhy sa opätovne zamerali na výhľad vývoja hospodárskeho rastu a úrokových diferenciálov v rámci hlavných ekonomických oblastí.

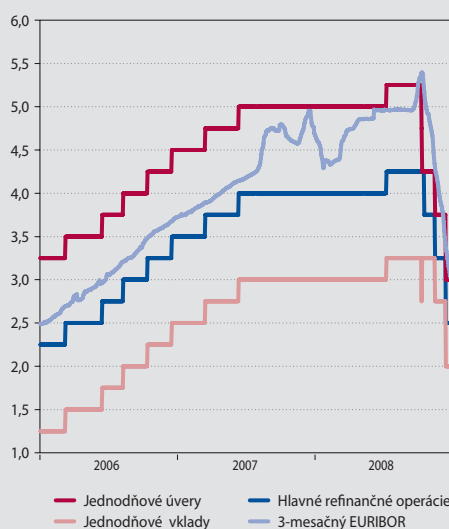
V priebehu roka 2008 vykonávala ECB menovú politiku v prostredí prebiehajúcej finančnej

krízy, ktorá začala v auguste 2007. Vzhľadom na vysokú neistotu vyvolanú turbulenciami na finančných trhoch Rada guvernérov ECB zvýšila kľúčové úrokové sadzby v júli o 25 bázických bodov a následne ich v poslednom štvrtroku v troch krokoch znížila o 175 bázických bodov. Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB v roku 2008 odrážal vývoj rizika ovplyvňujúceho cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. V prvej polovici roka bol jedným z najvýznamnejších rizikových faktorov vývoj cien komodít na medzinárodných trhoch a následne to bol vplyv finančných turbulencií, ktorý sa zintenzívnal v septembri 2008. Rada guvernérov ECB reagovala na túto situáciu zavedením viacerých dočasných zmien týkajúcich sa riadenia likvidity, ktoré boli zamerané na posilnenie jej úlohy sprostredkovateľa, ako aj na upokojenie trhov, ktoré sa obávali rizika nedostatku likvidity. Rozšíril sa zoznam kolaterálov, ktoré môžu byť použité pri refinančných obchodoch s ECB, taktiež sa zaviedli nástroje na dodávanie dlhodobejšej likvidity. Zároveň boli predstavené nástroje na zabezpečenie dostatočnej likvidity denominovanej v amerických dolároch a švajčiarskych frankoch na trhoch eurozóny. Špecifickým krokom bolo októbrové zúženie koridoru automatických operácií z 200 na 100 bázických bodov okolo sadzby hlavného refinančného obchodu.

1.3 EKONOMICKÝ VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, POĽSKU A MAĎARSKU

V roku 2008 došlo k spomaleniu rastu všetkých troch ekonomík – Česka, Poľska aj Maďarska. Nižší hospodársky rast bol výsledkom prehlbujúcej sa finančnej a hospodárskej krízy spojenej s nižším zahraničným, ale aj domácim dopytom. Cenový rast sa v Maďarsku spomalil, v ČR a Poľsku najmä vplyvom administratívnych zásahov došlo k nárastu priemernej ročnej inflácie. Inflácia sa vo všetkých krajinách v závere roka dostala do tolerančného pásma odchýlky od inflačného cieľa jednotlivých centrálnych bánk. V prvom polroku 2008 menové kurzy voči euru posilňovali, v druhom polroku v dôsledku nárastu rizikovej averzie najmä po páde Lehman Brothers kurzy depreciovali. V priebehu roka dochádzalo zo strany centrálnych bánk v regióne k postupnému zvyšovaniu úrokových sadzieb, po odznení inflačných tlakov a prehĺbení finančnej krízy centrálné banky úrokové sadzby znižovali.

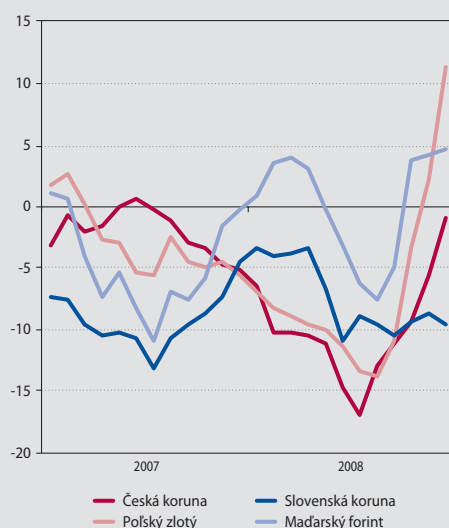
Graf 8 Úrokové sadzby ECB a EURIBOR (%)



Zdroj: ECB.

Rast hospodárstva v **Českej republike** sa v porovnaní s rokom 2007 spomalil o 1,6 percentuálneho bodu na 4,4 %. Priemerná inflácia sa v roku 2008 zrýchlila o 3,3 percentuálneho bodu a dosiahla tak úroveň 6,3 %. Na vyššom cenovom raste sa prejavili najmä administratívne opatrenia zavedené v januári 2008, predovšetkým zvýšenie nižšej sadzby DPH, spotrebných daní

Graf 9 Kurzy mien V4 voči euru (medziročná zmena v %)

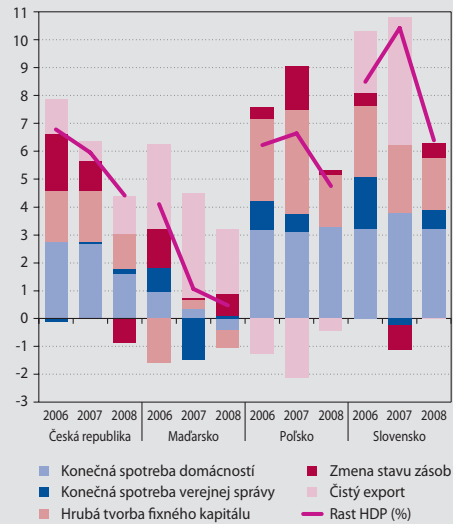


Zdroj: Eurostat, výpočet NBS.

Poznámka: Záporné hodnoty znamenajú apreciáciu.

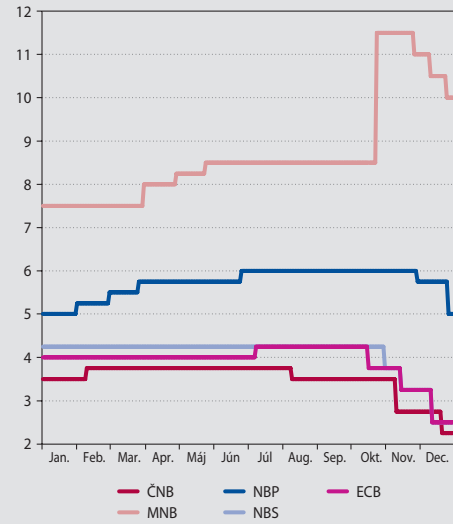


Graf 10 Príspevky k rastu HDP (p. b.)



Zdroj: Eurostat, prepočet NBS.

Graf 11 Vývoj kľúčových sadzieb NCB (% p. a.)



Zdroj: NCB, ECB.

a zavedenie poplatkov v zdravotníctve. Vplyvom spomalenia globálneho dopytu v druhom polroku však dochádzalo k postupnému odznievaniu týchto inflačných tlakov a inflácia na konci roka v porovnaní s decembrom 2007 klesla o 2,2 percentuálneho bodu na 3,3 %.

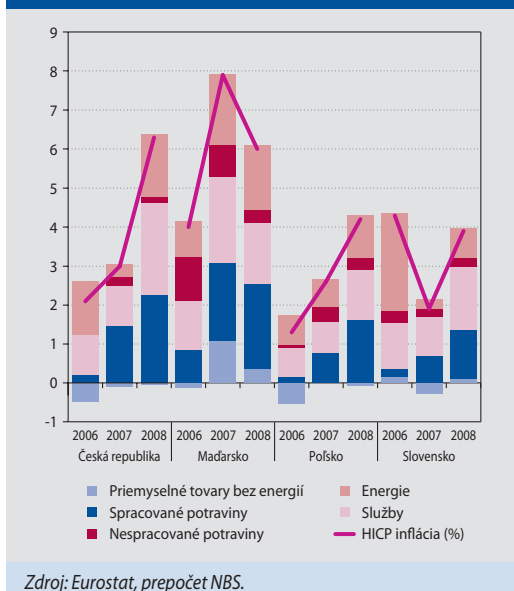
Zhodnocovanie kurzu českej koruny z roku 2007 pokračovalo aj v priebehu prvého polroka 2008, keď najmä v druhom štvrtroku sa česká koruna prudko posilnila a patrila k najrýchlejšie aprecijujúcim menám. Koruna, podobne ako poľský zlotý a čiastočne aj maďarský forint, ťažila z napätej situácie na rozvinutých trhoch. Priaznivé domáce ukazovatele a stabilné prostredie robili z českej koruny relatívne bezpečnú investíciu. V druhom polroku, po rozšírení krízy na rozvíjajúce sa ekonomiky a následnom zvýšení rizikovej averzie, dochádzalo k pomerne rýchlemu oslabovaniu koruny. Depreciačný trend pretrvával až do konca roka 2008 a v porovnaní so záverom roka 2007 sa česká koruna voči euru oslabila takmer o 1 %.

Česká národní banka menila počas roka 2008 úrokové sadzby štyrikrát. V úvode roka zvyšovala dvojtýždňovú repo sadzbu o 0,25 percentuálneho bodu najmä z dôvodu rizika premietnutia vyššej inflácie do inflačných očakávaní. V druhom polroku ako prvá centrálna banka v regióne začala znižovať úrokové sadzby, keď postupne

v troch krokoch znížila svoju referenčnú sadzbu o 1 percentuálny bod na 2,25 %, najmä kvôli spomalovaniu ekonomiky a následnému útlmu inflačných tlakov.

Rast HDP v **Maďarsku** sa opätovne spomalil, keď dosiahol 0,5 %, čo v porovnaní s rokom 2007 predstavovalo zmiernenie dynamiky o 0,6 percentuálneho bodu. Vo 4. štvrtroku navyše maďarská ekonomika medziročne dosiahla záporný rast. Priemerná inflácia v roku 2008 dosiahla 6 %, čo oproti predchádzajúcemu roku predstavovalo pokles o 1,9 percentuálneho bodu. Spomalenie rastu cenovej hladiny nastalo pri všetkých položkách s výnimkou spracovaných potravín. V druhom polroku však postupne dochádzalo k ich doznievaniu a inflácia najmä v poslednom štvrtroku 2008 klesala. Rast cenovej hladiny sa tak v decembri v porovnaní s koncom predchádzajúceho roka spomalil o 4 percentuálne body na 3,4 %.

Vývoj kurzu maďarského forintu bol v prvom štvrtroku 2008 v porovnaní s ostatnými menami odlišný a kurz vplyvom začínajúcej sa krízy na finančných trhoch deprecioval. Po februárovom zrušení fluktuálneho pásma maďarského forintu centrálnou bankou kurz postupne aprecioval až do konca 3. štvrtroka. V závere roka vplyvom vyostrenia finančnej krízy, narastajúcej rizikovej averzie a udalostí na domácom finančnom trhu

Graf 12 Príspevky k HICP inflácii (p. b.)


Zdroj: Eurostat, prepočet NBS.

došlo k pomerne prudkému znehodnocovaniu forintu. V porovnaní s predchádzajúcim rokom 2007 sa forint oslabil o viac ako 5 %.

Magyar Nemzeti Bank (MNB) počas roka 2008 menila kľúčové úrokové sadzby celkovo sedemkrát. V prvom polroku MNB pristúpila k sérii zvyšovania sadzieb z dôvodu tlmenia sekundárnych vplyvov relatívne vysokej inflácie a zabránenia nárastu inflačných očakávaní. S cieľom upokojiť situáciu na domácom trhu MNB zvýšila v októbri základnú úrokovú sadzbu o 3 percentuálne body na 11,5 %. Ku koncu roka 2008 vplyvom opätovného spomaľovania ekonomiky a uvoľnenia inflačných tlakov maďarská centrálna banka znížila

úrokovú sadzbu celkovo trikrát, spolu o 1,5 percentuálneho bodu na 10 %.

Poľská ekonomika sa v roku 2008 spomalila o 1,8 percentuálneho bodu na 4,8 %. Cenový rast v Poľsku sa zrýchlil o 1,6 percentuálneho bodu na 4,2 % predovšetkým kvôli zvýšeniu cien potravín, ale aj služieb a energií, kde došlo začiatkom roka 2008 k administratívnym úpravám, podobne ako v ČR. Medziročná inflácia sa v decembri voči predchádzajúcemu roku znížila o 0,9 percentuálneho bodu a dosiahla rovnako ako v ČR 3,3 %.

Vývoj kurzu poľského zlotého v prvom polroku, podobne ako v prípade českej koruny, ovplyvňovali pozitívne domáce fundamenty a zvyšovanie napätia v rozvinutých západných ekonomikách. K zvyšovaniu atraktivity zlotého taktiež prispievalo zvyšovanie úrokových sadzieb centrálnej banky. Začiatkom 4. štvrtroka po raste rizikovej averzie a zhoršení sentimentu v regióne sa poľský zlotý relatívne prudko oslabil. V porovnaní so záverom roka 2007 sa kurz znehodnotil takmer o 16 %, čo bolo najviac spomedzi ostatných krajín v regióne.

Narodowy Bank Polski (NBP) menila v roku 2008 úrokové sadzby celkovo šesťkrát. Kvôli pretrvávajúcej vysokej inflácii, rýchlejšiemu rastu miezd v porovnaní s produktivitou práce, ako aj kvôli obavám z procyklického dopadu štátneho rozpočtu na ekonomiku NBP v prvej polovici roka zvýšila referenčnú úrokovú sadzbu v štyroch krokoch o 1 percentuálny bod na 6 %. V závere roka vplyvom spomaľovania ekonomiky a nižšej inflácie NBP pristúpila k znižovaniu úrokových sadzieb na 5 %.