



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 1

VONKAJŠIE EKONOMICKÉ PROSTREDIE

1



1 VONKAJŠIE EKONOMICKÉ PROSTREDIE

1.1 GLOBÁLNE TRENDY VÝVOJA PRODUKCIE A CIEN

V roku 2009 globálna ekonomická aktivita zaznamenala najvýraznejší prepád od čias veľkej hospodárskej krízy. Nepriaznivý ekonomický vývoj z roku 2008 sa na globálnu ekonomiku preniesol hlavne prostredníctvom poklesu zahraničného obchodu a vyvrcholil v prvej polovici roka 2009. V prvom štvrtroku 2009 bol zaznamenaný najvýraznejší pokles globálnej ekonomickej aktivity. Na oživenie ekonomiky sa v jednotlivých krajinách realizovali rozsiahle fiškálne a menové stimuly. Fiškálne stimuly boli zamerané najmä na posilnenie domáceho dopytu a udržanie domácej ekonomickej aktivity. Výška a forma fiškálnych stimulov bola v jednotlivých krajinách rozdielna. Kým vo vyspelých ekonomikách sa stimuly zameriavali najmä na zachovanie domáceho dopytu, v rozvíjajúcich sa ekonomikách boli zamerané najmä na infraštruktúrne projekty. Menové stimuly sa realizovali predovšetkým vo vyspelých ekonomikách, kde prostredníctvom neštandardných menovopolitických opatrení dochádzalo k stabilizácii finančného sektora. Tieto opatrenia sa postupne prejavovali v druhom a treťom štvrtroku, keď sa zastavil pokles globálnej ekonomiky, resp. mierne sa oživil ekonomický rast. Pozitívny trend oživovania globálnej

ekonomickej aktivity pokračoval aj vo štvrtom štvrtroku. V roku 2009 poklesla na medziročnej báze svetová ekonomika o 0,6 % oproti rastu 3,0 % v roku 2008. Najvýraznejší pokles zaznamenali vyspelé ekonomiky, niektoré európske rozvíjajúce sa ekonomiky a rovnako aj krajiny Latinskej Ameriky. Pokles ekonomickej aktivity vo vyspelých ekonomikách bol zapríčinený najmä prepádom domáceho dopytu a exportnej aktivity. V krajinách Latinskej Ameriky, Blízkeho Východu a v Rusku sa na spomalení ekonomickej aktivity podieľal prepád svetových cien komodít. V rozvíjajúcich sa ekonomikách bol prvotnou príčinou spomalenia ekonomickej aktivity pokles zahraničného obchodu, dôležitým faktorom však bol aj odlev zahraničného kapitálu a investícií z týchto krajín. Krajiny rozvíjajúcich sa ázijských ekonomik zaznamenali síce rast, avšak dynamika ich rastu sa oproti roku 2008 výrazne spomalila. Rast v týchto krajinách sa podarilo udržať vďaka relatívne silnému domácemu dopytu.

Finančná kríza sa preniesla z vyspelých ekonomik na globálnu ekonomiku práve prostredníctvom výrazného poklesu zahraničného obchodu. Spomalenie zahraničného obchodu v roku 2008 sa prehlbovalo aj v roku 2009, keď zahraničnoobchodná výmena poklesla o 10,7 %, oproti rastu 2,8 % v roku 2008. Výrazný pokles importu vo

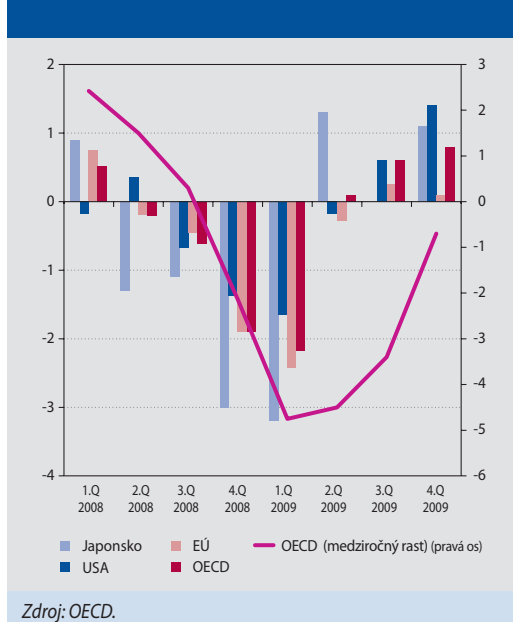
Tabuľka 1 Svetová produkcia (medziročný rast v %)

	2007	2008	2009
Svetová produkcia	5,2	3,0	-0,6
Vyspelé ekonomiky	2,7	0,5	-3,2
USA	2,0	0,4	-2,4
Japonsko	2,4	-1,2	-5,2
Eurozóna	2,6	0,6	-4,1
Rozvíjajúce sa ázijské krajiny	10,6	7,9	6,6
Čína	13,0	9,6	8,7
India	9,3	7,3	5,7
Rusko	8,1	5,6	-7,9
Stredná a Latinská Amerika	5,7	4,3	-1,8
Brazília	5,7	5,1	-0,2
Blízky Východ	6,3	5,1	2,4

Zdroj: World Economic Outlook, IMF, apríl 2010, Eurostat.



Graf 1 Štvrťročný rast HDP (%)



vyspelých ekonomikách negatívne ovplyvnil export rozvíjajúcich sa ekonomik najmä ázijských krajín. Tento vplyv nebol schopný kompenzovať ani intraregionálny obchod krajín juhovýchodnej Ázie a rovnako ani relatívne silný domáci dopyt v týchto krajinách. Ďalší vývoj viedol ku synchronizácii globálnej hospodárskej aktivity a prepadu zahraničného obchodu v prvej polovici roka 2009, ktorý postihol najmä exportne orientované krajiny. S postupným ekonomickým oživovaním v druhej polovici roka 2009 dochádzalo aj k rastu zahraničnoobchodnej výmeny.

Globálny cenový vývoj v roku 2009 bol poznačený výrazným prepadom cien komodít z druhej polovice roka 2008 a s tým súvisiacim bázičným efektom. V prvej polovici roka 2009 panovala čiastočná obava z deflácie a niektoré krajiny zaznamenali dočasne zápornú infláciu. V druhej polovici roka v dôsledku vývoja cien energií spolu s postupným oživovaním economickej aktivity zaznamenali spotrebiteľské ceny postupný nárast. Priemerná ročná inflácia za rok 2009 dosiahla 2,4 %, oproti 6,0 % v roku 2008. Medziročná inflácia ku koncu roka 2009 dosiahla 2,9 %, oproti 4,5 % v roku 2008.

Vývoj cien ropy v roku 2009 bol v porovnaní s predchádzajúcim rokom menej volatilný. Po výraznom prepade cien v druhej polovici roka 2008 v dôsledku krízy a zníženia dopytu po rope sa jej

ceny v prvom štvrťroku 2009 postupne stabilizovali. Od druhého štvrťroka vďaka pozitívnejšiemu výhľadu na ozdravenie globálnej ekonomiky ceny ropy postupne rástli. Najvýraznejší dopyt po rope prevládala opäť zo strany ázijských rozvíjajúcich sa ekonomik, najmä Číny. Priemerná cena ropy v roku 2009 bola 62 USD/barel. Oproti priemernej cene v roku 2008, keď jej úroveň dosiahla 97 USD/barel, tak poklesla o 36 %. Prudký pokles cien ropy z druhej polovice roka 2008 sa prejavil hlavne v prvom štvrťroku 2009, keď cena ropy dosiahla vo februári svoju minimálnu hodnotu 39 USD/barel. S postupným oživovaním economickej aktivity dochádzalo ku kontinuálnemu rastu ceny ropy a v decembri dosiahla svoju maximálnu úroveň 78 USD/barel. Spotová cena ropy tak v porovnaní so začiatkom roka vzrástla o 81 %, napriek tomu však nedosiahla priemer roka 2008.

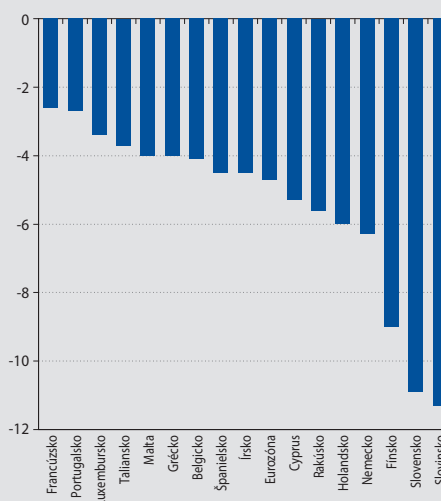
Podobne ako cena ropy sa vyvíjali aj ceny kovov, farebných kovov a agrokodit. Ich vývoj bol rovnako relatívne stabilný a v priebehu roka dochádzalo k ich postupnému nárastu. Tak ako u cien ropy, aj ich vývoj bol ovplyvnený globálnym hospodárskym vývojom a výhľadom na jeho oživenie. Ceny kovových a nekovových komodít zaznamenávali nárast najmä v druhej polovici roka 2009. Zvýšený dopyt po kovových a nekovových komoditách bol najmä z Číny, a to v dôsledku realizovaných fiškálnych stimulov do rozvoja infraštruktúry. Rovnako aj postupné oživovanie globálnej ekonomiky prispelo k rastu cien najmä v poslednom štvrťroku 2009. Vývoj cien agrokodit bol v priebehu roka 2009 závislý od vývoja globálnej ekonomiky a výrazne sa neodlišoval od vývoja cien ostatných komodít.

1.2 HOSPODÁRSKY VÝVOJ V EUROZÓNE

V porovnaní s rokom 2008 (rast o 0,6 %) hospodárstvo eurozóny v roku 2009 kleslo o 4,1 %. Tento vývoj bol ovplyvnený globálnym spomalením a následným poklesom domáceho dopytu. Nepriaznivo na vývoj hospodárstva vplýval negatívny príspevok čistého exportu, ako aj pokles tvorby hrubého fixného kapitálu. Nárast neistoty spolu s nepriaznivou situáciou na trhu práce (nárast nezamestnanosti z 8,2 % v decembri 2008 na 9,9 % v decembri 2009) sa preniesli do zníženia spotrebiteľského dopytu. V priebehu roka jednotlivé vlády prijímali stimulačné balíky na

Graf 2 Rast HDP v krajinách eurozóny v rokoch 2008 a 2009 (%)


Zdroj: Eurostat.

Graf 3 Zmena dynamiky hospodárskeho rastu v roku 2009 oproti roku 2008 (%)


Zdroj: Eurostat.

oživenie ekonomiky v oblasti podpory priemyslu, trhu práce a podpory spotrebiteľského dopytu. Tie spolu s automatickými stabilizátormi tlmili pokles hospodárstva. V priebehu roka došlo k najvýraznejšej kontrakcii ekonomickej aktivity v prvom štvrtroku, keď sa výrazný pokles HDP z konca roku 2008 ešte prehĺbil. V druhom štvrtroku sa prepád HDP zastavil a v ďalšom období roka dochádzalo k miernemu oživovaniu ekonomickej aktivity. Export v posledných dvoch štvrtrokoch rástol, zmiernil sa prepád investičného dopytu, začal sa obnovovať cyklus zásob a stabilizoval sa spotrebiteľský dopyt.

V roku 2009 celková priemerná inflácia meraná HICP dosiahla úroveň 0,3 %. V porovnaní s predchádzajúcim rokom sa tak dynamika harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien výrazne spomalila (3,3 % v roku 2008) a v mesiacoch jún – október zaznamenala dočasne záporné hodnoty. Tlmiaci vplyv cien komodít, vo veľkej miere cien energií a čiastočne aj potravín boli hlavným dôvodom výrazného zníženia inflácie v roku 2009. Spomalenie hospodárskej aktivity v priebehu roka takisto tlmilo cenový vývoj. V porovnaní s decembrom 2008 (1,6 %) sa dynamika rastu HICP zmiernila (0,9 % v decembri 2009). Jadrová inflácia (inflácia meraná HICP bez energií a nespracovaných potravín) v priebehu roka postupne klesala. Jej priemerná úroveň v roku 2009 dosiahla 1,3 % (v roku 2008 úroveň 2,4 %).

Graf 4 Vývoj inflácie HICP v eurozóne (%)

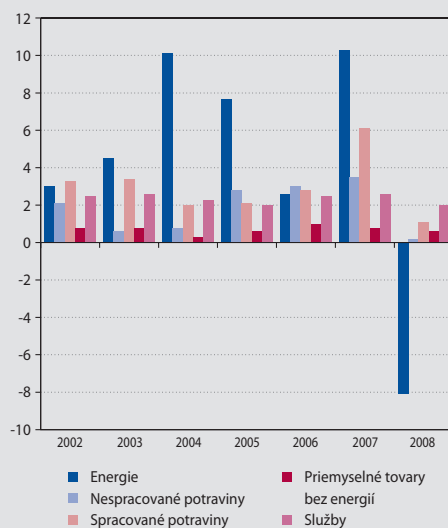

Zdroj: Eurostat.

Ceny priemyselných výrobcov zaznamenali v roku 2009 pokles o 5,1 %, pričom v roku 2008 rástli o 6,1 %. Pokles cien priemyselných výrobcov kulminoval v júli (-8,4 %) a následne sa začal zmiernovať (v decembri -2,9 %).

Vývoj výmenného kurzu jednotnej európskej meny k americkému doláru bol v priebehu roka 2009 do značnej miery ovplyvnený svetovým

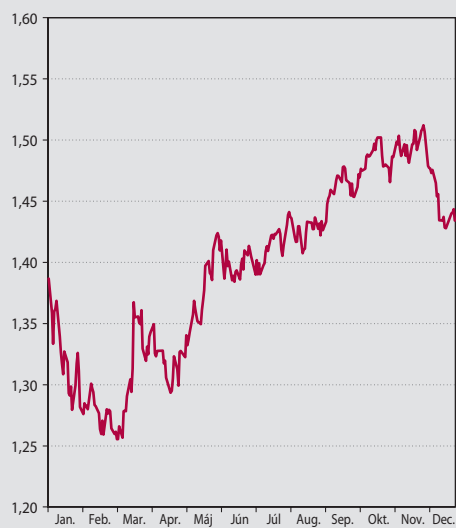


Graf 5 Medziročná zmena jednotlivých zložiek HICP inflácie v eurozóne (%)



Zdroj: Eurostat.

Graf 6 Vývoj výmenného kurzu eura voči doláru v roku 2009



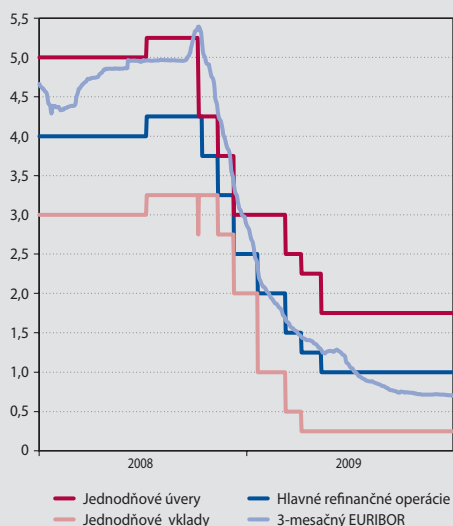
Zdroj: ECB.

hospodárskym vývojom a indikátormi hospodárskeho vývoja eurozóny a USA. V súvislosti s očakávaným zhoršením hospodárskeho vývoja v eurozóne počas prvých dvoch mesiacov roka sa euro oproti americkému doláru oslabovalo a na konci februára depreciovalo v porovnaní so začiatkom roka o takmer 9 %. Následne od marca až do konca novembra sa euro až na menšie výkyvy zhodnocovalo vďaka postupnému uvoľňovaniu tlakov na finančných trhoch a ochote investorov pristúpiť k vyššiemu riziku. V tomto období sa opäť začali využívať carry-trade obchody (t. j. obchody pozostávajúce z úverov v málo výnosnej mene a investícií do vysoko výnosnej meny), ktoré takisto podporili posilnenie eura. V období od začiatku marca až do decembra 2009 euro oproti americkému doláru apreciovalo približne o 20 %. Záver roka bol poznačený obavami z fiškálneho vývoja niektorých krajín eurozóny. Následne v priebehu decembra výmenný kurz eura k doláru deprecioval o 5 %. V porovnaní s koncom roka 2008 sa v závere roku 2009 kurz eura vo vzťahu k americkému doláru zhodnotil o 3,4 %.

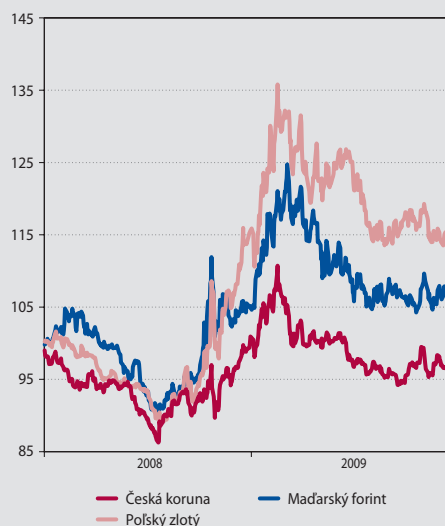
Aj v roku 2009 bol výkon menovej politiky ECB pod vplyvom prebiehajúcej finančnej krízy. Už od októbra 2008 reagovala ECB na danú situáciu postupným znižovaním kľúčových úrokových sadzieb. Rada guvernérov vo štvrtom štvrtroku 2008 rozhodla trikrát o ich znížení kumulatívne

o 175 bázických bodov a s účinnosťou od 9. októbra 2008 dočasne zúžila koridor automatických operácií na 100 bázických bodov. Vzhľadom na nepriaznivé vyhliadky hospodárskeho vývoja a absenciu inflačných tlakov pokračovala ECB v znižovaní svojich hlavných úrokových sadzieb aj v roku 2009 a od januára až do mája znížila sadzbu hlavných refinančných operácií o ďalších 150 bázických bodov. Následne Rada guvernérov už nepristúpila k úprave kľúčových sadzieb a až do konca roka ostala sadzba pre hlavné refinančné operácie na úrovni 1,0 %, sadzba pre jednodňové refinančné operácie na úrovni 1,75 % a úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné operácie na úrovni 0,25 %. Vzhľadom na vývoj na peňažných trhoch pristúpila ECB aj v roku 2009 k ďalším neštandardným opatreniam v dôsledku snahy uvoľniť napätie na trhoch a zároveň umožniť prístup k dostatočnému množstvu likvidity. ECB od týchto krokov očakávala vytvorenie priaznivejších finančných podmienok, ako aj zabezpečenie podpory toku úverov domácnostiam i podnikateľským subjektom. Podmienky financovania sa postupne začali zlepšovať, zúžili sa rozpätia na peňažných trhoch, znížila sa ich volatilita.

V rámci neštandardných opatrení ECB využívala v roku 2009 poskytnutie neobmedzeného množstva likvidity bankám eurozóny za fixnú sadzbu vo všetkých refinančných operáciách po

Graf 7 Úrokové sadzby ECB a EURIBOR (%)


Zdroj: ECB.

Graf 8 Indexy kurzov mien V4 voči euru (30. 6. 2008 = 100)


Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Poznámka: Pokles hodnoty predstavuje apreciáciu.

predložení adekvátneho kolaterálu. Rozšírilo sa aj portfólio finančných operácií o dlhodobejšie finančné operácie so splatnosťou dvanásť mesiacov, rozšíril sa zoznam akceptovaných kolaterálov, bola poskytnutá likvidita v zahraničných menách. K neštandardným opatreniam patrili aj priame nákupy na trhu s krytými dlhopismi. Na zasadnutí 3. decembra 2009 sa Rada guvernérov rozhodla postupne upúšťať od týchto neštandardných opatrení.

1.3 EKONOMICKÝ VÝVOJ V ČESKEJ REPUBLIKE, POĽSKU A MAĎARSKU

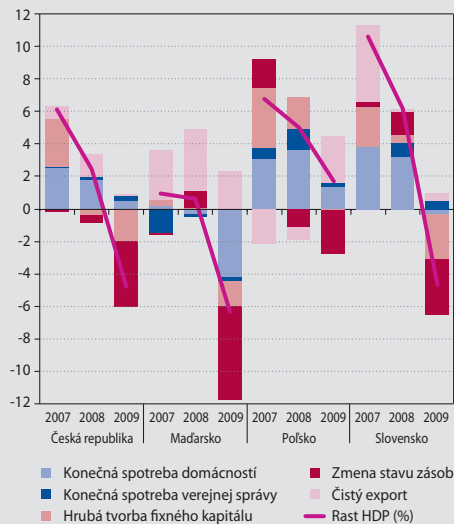
Ekonomický vývoj v krajinách stredoeurópskeho regiónu v roku 2009 výrazne poznačila prebiehajúca svetová hospodárska kríza. Česká a maďarská ekonomika zaznamenali medziročný pokles. Poľsko si ako jediná ekonomika zachovalo rast. Ten sa však v porovnaní s predchádzajúcim rokom výrazne spomalil. Ekonomický rast tlmil predovšetkým pokles zásob a investícií, ale aj výrazné zníženie exportu v dôsledku nízkeho zahraničného dopytu. Priemerná ročná inflácia sa spomalila vo všetkých krajinách, predovšetkým v Českej republike. Inflačné tlaky tlmil najmä vývoj cien komodít a slabý domáci dopyt. V porovnaní s predchádzajúcim rokom sa spomalil hlavne rast cien energií a spraco-

vaných potravín. Menové kurzy pokračovali na začiatku roka 2009 v relatívne prudkom oslabovaní. Po poklese globálnej rizikovej averzie a spoločnej slovnej intervencii jednotlivých centrálnych bánk nastala od druhého štvrtroka korekcia a kurzy k euru sa pomerne rýchlo zhodnocovali. Približne od augusta nastala určitá stabilizácia, ktorá trvala až do konca roka. V snahe tmiť negatívne vplyvy hospodárskej krízy a podporiť domácu ekonomickú aktivitu a bankový sektor znižovali všetky centrálné banky v regióne úrokové sadzby. V Českej republike a v Poľsku boli kľúčové úrokové sadzby znížené na historické minimá.

Hrubý domáci produkt v **Českej republike** sa v roku 2009 znížil o 4,8 %, pričom predchádzajúci rok rástol o 2,5 %. Výrazne poklesli zásoby a investičný dopyt. Rovnako aj rast domácej spotreby a príspevok čistého exportu boli v porovnaní s predchádzajúcim rokom nižšie. Priemerný rast cenovej hladiny sa v roku 2009 spomalil o 5,7 percentuálneho bodu na 0,6 %. Výrazné spomalenie inflácie ovplyvnil najmä vývoj cien komodít, ako aj bázičný efekt vysokého rastu cien v predchádzajúcom roku v dôsledku úprav regulovaných cien a daňových sadzieb. Rast cien energií, služieb a spracovaných potravín sa spomalil. Ceny nespracovaných potravín a priemyselných tovarov klesali.

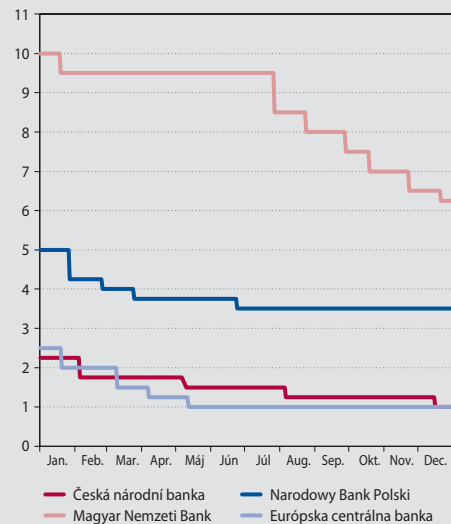


Graf 9 Príspevky k rastu HDP (p. b.)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Graf 10 Vývoj kľúčových sadzieb NCB v roku 2009 (% p. a.)



Zdroj: NCB, ECB.

V úvode roku 2009 pokračoval kurz českej koruny v oslabovaní. Dôvodom bola najmä negatívna nálada voči rozvíjajúcim sa ekonomikám krajín strednej a východnej Európy. Od začiatku roka až do polovice februára sa koruna oproti euru znehodnotila o takmer 9 %. V nasledujúcom období až do konca roka česká koruna vplyvom postupného znižovania rizikovej averzie predchádzajúci vývoj korigovala a v porovnaní s koncom roka 2007 sa oproti euru zhodnotila o 1,5 %.

Česká národní banka v roku 2009 znižovala svoje kľúčové úrokové sadzby štyrikrát. Vo februári znížila dvojtýždňovú repo sadzbu o 0,5 percentuálneho bodu a v máji, auguste a decembri vždy o štvrt percentuálneho bodu na 1 %. Znižovaním úrokových sadzieb sa ČNB snažila čiastočne korigovať negatívne prejavy svetovej hospodárskej krízy v domácej ekonomike a v bankovom sektore. K uvoľňovaniu menovej politiky prispela aj absencia výraznejších inflačných tlakov.

Maďarská ekonomika v roku 2009 poklesla o 6,3 %, pričom v roku 2008 rástla o 0,6 %. Výrazne sa prepada hrubá tvorba kapitálu a zároveň sa prehĺbil pokles domácej spotreby. Pri výraznejšom znížení importu v porovnaní s exportom bol čistý export jedinou zložkou, ktorá kladne prispievala k rastu HDP. Cenový rast, ktorý sa v priebehu roka 2010 postupne zrýchľoval, ovplyvňovalo znehodnocovanie forintu a najmä júlové

zvýšenie sadzby DPH a spotrebných daní. Slabý domáci dopyt však tlmil prenos vyšších daní do spotrebiteľských cien a inflácia sa tak v porovnaní s rokom 2008 spomalila o dva percentuálne body na 4 %. Pomalšie rástli najmä ceny energií, spracovaných potravín, ako aj ceny služieb.

Kurz maďarského forintu sa na začiatku roka podobne ako meny ostatných krajín v stredoeurópskom regióne znehodnocoval, pričom oslabovanie trvalo až do začiatku marca. V menovom kurze sa okrem globálnych faktorov premietal aj slabý vývoj maďarskej ekonomiky. Postupný pokles vysokej rizikovej averzie na finančných trhoch, ako aj čiastočné obnovenie dôvery v maďarskú ekonomiku a úspešné čerpanie pôžičky od Medzinárodného menového fondu pôsobili v nasledujúcom období na zhodnocovanie maďarského forintu oproti euru. Relatívne prudká korekcia predchádzajúceho vývoja trvala až do začiatku augusta. Následne sa kurz čiastočne stabilizoval. V porovnaní s predchádzajúcim rokom sa však forint oslabil o 1,4 %.

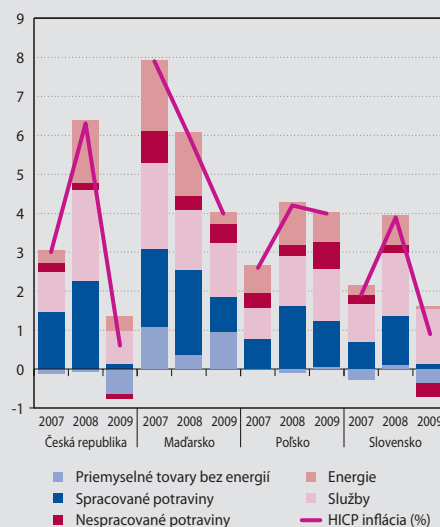
Magyar Nemzeti Bank v roku 2009 znížila úrokové sadzby sedemkrát, celkovo o 3,75 percentuálneho bodu na 6,25 %. Svoje kľúčové úrokové sadzby znižovala s výnimkou januárového zasadnutia v druhej polovici roka, najmä kvôli stimulácii slabého dopytu a domácej ekonomiky. K znižovaniu úrokových sadzieb z relatívne vysokých

úrovni prispela aj znižujúca sa riziková averzia na globálnych trhoch, obnovovanie dôvery voči maďarskej ekonomike, ako aj stabilnejší vývoj kurzu forintu a priaznivý inflačný vývoj. V roku 2009 podpísala Magyar Nemzeti Bank swapovú dohodu s centrálnymi bankami eurozóny a Švajčiarska o dodávaní likvidity vo švajčiarskych frankoch a zaviedla nové finančné nástroje. Dôvodom týchto krokov bola snaha o posilnenie a stabilizáciu domáceho finančného trhu a podpora bankového sektora.

Poľská ekonomika si ako jediná v regióne i v celej EÚ zachovala medziročný rast. Ten sa však oproti predchádzajúcemu roku spomalil o 3,3 percentuálneho bodu na 1,7 %. V porovnaní s Českom a Maďarskom ťažila poľská ekonomika predovšetkým z udržania rastu domácej spotreby a nižšieho poklesu investičného dopytu a zásob. Výrazné oslabenie menového kurzu mohlo vplývať priaznivo aj na zahraničný obchod, keďže príspevok čistého exportu k rastu HDP bol spomedzi ostatných ekonomík najvyšší. Vplyvom úpravy niektorých regulovaných cien a spotrebných daní na začiatku roka 2009 inflácia až do júla postupne rástla. Následne až do konca roka sa rast cien mierne stlmil a stabilizoval. V porovnaní s rokom 2008 sa priemerná inflácia v roku 2009 znížila o 0,2 percentuálneho bodu na 4 %, najmä vďaka spomaleniu rastu cien energií a spracovaných potravín.

Pretrvávajúca riziková averzia na začiatku roka 2009 malo v prípade poľského zlotého za následok, že kurz sa v polovici februára v porovnaní s východiskom roka oslabil takmer o 15 %. Následná korekcia a posilňovanie oproti euro boli čiastočne tlmené napätým vývojom v poľských krajinách. V prvom polroku poľský zlotý ovplyvňovali aj očakávania týkajúce sa jeho možného vstupu do mechanizmu výmenných kurzov ERM II. Krátkodobou na kurz pôsobilo aj aprílové oznámenie o poskytnutí flexibilnej kreditnej linky Poľsku zo strany MMF. V druhom

Graf 11 Príspevky k HICP inflácii (p. b.)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

polroku, hlavne od augusta 2009, došlo podobne ako v celom regióne k stabilizácii výmenného kurzu. V porovnaní s koncom predchádzajúceho roka sa poľský zlotý zhodnotil o 1,2 %.

Referenčnú úrokovú sadzbu upravovala centrálna banka v Poľsku celkovo štyrikrát, keď v januári znížila sadzby o 0,75 percentuálneho bodu a vo februári, v marci a v júni vždy o 0,25 percentuálneho bodu na 3,5 %. V priebehu druhého polroka už úrokové sadzby nezmenila. Znižovaním úrokových sadzieb Narodowy Bank Polski reagoval na spomalenie rastu hospodárstva, ako aj na nízku úverovú aktivitu bankového sektora. S cieľom podporiť úverovanie centrálna banka v máji pristúpila aj k zníženiu povinných minimálnych rezerv a v septembri zaviedla nové nástroje na podporu financovania komerčných bánk. K stabilizácii medzibankového trhu počas celého roka 2009 podobne ako v Maďarsku prispievalo aj aktívne využívanie swapovej linky na zvýšenie likvidity vo švajčiarskych frankoch.