

Vonkajšie ekonomické prostredie



1 Vonkajšie ekonomické prostredie

1.1 Globálne trendy vývoja produkcie a cien

Dynamika rastu svetovej ekonomiky v roku 2005 sa oproti vysokému rastu z roku 2004 len mierne spomalila. Hlavnou hnacou silou bol napriek slabšiemu 4. štvrtroku hospodársky rast v USA a krajinách východnej Ázie, najmä v Číne, ktorá si udržala výnimočne vysoký rast. Eurozóna, ktorej ekonomický cyklus je oproti USA mierne oneskorený, sa nachádza v procese očakávanej konjunktúry. Nadpriemerné, aj keď mierne klesajúce tempo rastu si udržali ekonomiky nových členských štátov EÚ, ale aj Rusko. V oživení ekonomiky pokračovalo v roku 2005 aj Japonsko.

V dynamike rastu svetovej ekonomiky, tak ako v minulom roku, pretrvávali regionálne rozdiely udržujúce dlhodobý stav globálnych nerovnováh. Hlavný indikátor týchto nerovnováh, deficit bežného účtu USA, sa v roku 2005 ešte viac zvýraznil. Za prehlbovaním nerovnováh opätovne, tak ako v roku 2004, figuroval rastúci domáci dopyt USA v podmienkach expanzívnej fiškálnej politiky. Na druhej strane to boli krajiny východnej Ázie a krajiny vyvážajúce ropu, ktoré ďalej vykazovali vysoké prebytky a akumulovali devízové rezervy.

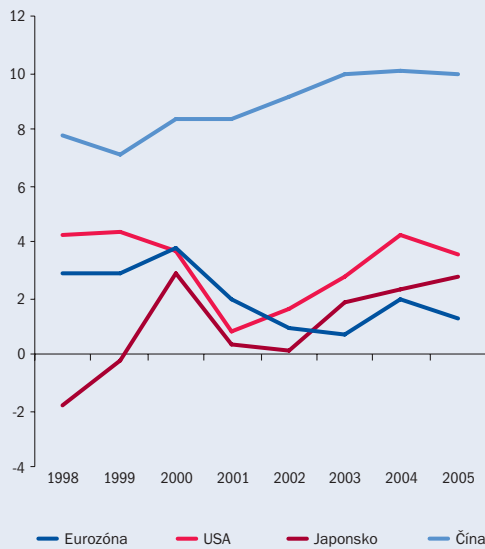
Solidný rast svetovej ekonomiky naďalej podporovali priaznivé podmienky financovania, relatívne silná

ziskovosť podnikov a rastúci objem investícií vo vyspelých ekonomikách. Podmienky na finančných trhoch sa v roku 2005 vyznačovali nezvyčajne nízkymi rizikovými prémiami a nízkou volatilitou. Krátkodobé úrokové sadzby celkovo rástli, zvýšil sa aj úrokový diferenciál amerického dolára voči euru. Dlhodobé úrokové sadzby však ostali podpriemerné, a tak sa výnosová krivka značne sploštila. V prostredí vysokej likvidity a hľadania výnosov prúdili rastúce objemy kapitálu do rozvíjajúcich sa ekonomík. Vplyvom celkovo priaznivého prostredia výrazne rástli ceny akcií práve mimo USA, najmä na rozvíjajúcich sa trhoch. Zároveň rástli ceny nehnuteľností, ich dynamika však už bola viditeľne slabšia ako v roku 2004.

Ceny komodít pod tlakom rastúceho globálneho dopytu naďalej rástli. Cena ropy Brent bola v roku 2005 pomerne volatilná s maximom v 3. štvrtroku na úrovni 67,5 USD za barel. Priemerná cena za barel ropy Brent dosahovala v roku 2005 viac ako 54 USD, čo je o 45 % viac ako v roku 2004. Cenu ropy ovplyvňovala okrem rastúceho dopytu (najmä zo strany USA a Číny) aj neistota na strane ponuky, ktorá pramenila z prírodných katastrof, z prerušenia produkcie v Nigérii, geopolitickej neistoty v Iraku a Iráne, ako aj z nízkeho rastu ponuky ropy z krajín mimo OPEC. Tieto faktory, ako aj samotný rast cien ropy mali priamy dopad na ceny ostatných energetických komodít, ktoré tiež zaznamenali rast najmä začiatkom

Tabuľka 1 Svetová produkcia	(medziročný rast v %)		
	2004	2005	2006 ¹⁾
Svetová produkcia	5,3	4,8	4,9
Vyspelé ekonomiky	3,3	2,7	3,0
USA	4,2	3,5	3,4
Japonsko	2,3	2,7	2,8
Eurozóna	2,1	1,3	2,0
Európska únia (EÚ-25)	2,5	1,8	2,4
Rozvíjajúce sa ázijské krajiny	5,8	4,6	5,2
Čína	10,1	9,9	9,5
Stredná a východná Európa	6,5	5,3	5,2
Rusko	7,2	6,4	6,0
Brazília	4,9	2,3	3,5

Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2006.
1) Prognóza.

**Graf 1 Rast HDP v eurozóne, USA, Japonsku a Číne (%)**

Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2006.

Graf 2 Vývoj spotrebiteľských cien v eurozóne, USA, Japonsku a Číne (medziročná zmena v %)

Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2006.

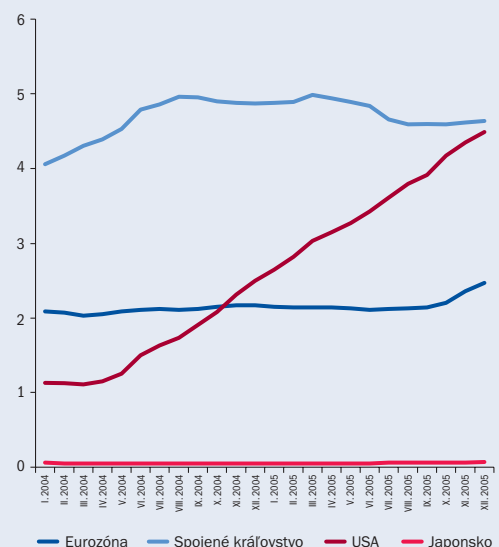
a koncom roka 2005. Ceny ostatných (neenergetických) komodít v priebehu roku 2005 takisto rástli, v priemere o takmer 10 %.

Napriek tlakom z rastúcich cien energií a ostatných komodít boli inflácia a aj inflačné očakávania pomerne nízke. Nižšia citlivosť inflácie a mzdových nákladov na cenové šoky je dôsledkom jednak pozitívnych dopadov globalizácie (rastúca obchodná výmena lacnejších obchodovateľných tovarov z rozvíjajúcich sa ekonomík za kapitál z vyspelých ekonomík), ale aj zvýšenej dôveryhodnosti centrálnych bánk.

Tendencia posilňovania eura a všeobecného oslabovania amerického dolára z predchádzajúcich rokov sa zastavila. Naopak, najmä vplyvom rastúceho úrokového diferenciálu a lepších vyhládok hospodárskeho rastu USA, dolár voči euru a aj voči jenu v priebehu roku 2005 celkovo posilnil o viac ako 10 %. Navyše, za súčasných podmienok obchodovania s komoditami, rast ich reálnych cien vedie k apreciácii dolára. V priebehu roka 2005 prišlo iba ku krátkodobej zmene nálad, keď sa začiatkom marca dostal dolár pod tlak v dôsledku špekulácií o možnej diverzifikácii dolárových devízových rezerv niektorých centrálnych bánk vo svete. Náklady na trhu sa však vrátili opäť k podpore dolára, navyše ešte zosilneli po odmietnutí Zmluvy o Ústave pre Európu vo Francúzsku a Holandsku začiatkom júna. Navyše, správy o rastúcom zahraničnom dopyte po amerických aktívach ešte viac pomohli utlmiť obavy trhu z financovania deficitu bežného účtu USA. Čína v júli formálne opustila fixné naviazanie na americký dolár a revalvovala čínsky jüan o 2,1 %. Nový kurzový režim napojenia na menový kôš však nepriniesol významnú zmenu v kvantitatívnej hodnote

výmenného kurzu, a to aj napriek úsiliu medzinárodnej komunity o postupné uvoľnenie kurzu čínskeho jüanu bližšie k jeho rovnovážnej hodnote. Bilaterálne saldá prebytku na strane obchodnej bilancie Číny a deficitu na strane USA tak ďalej rástli.

Ku koncu roka 2005 dosiahol kurz eura hodnotu 1,20 USD. V priebehu roka sa tak oslabil voči americkému doláru o vyše 10 %, voči anglickej libe o takmer 4 %, ale aj voči austrálskemu a kanadskému doláru a tiež väčšine mien v nových členských štátoch EÚ (výnim-

Graf 3 Vývoj krátkodobých sadzieb na medzibankovom trhu (3M) (%)

Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2006.

kou bolo Maďarsko). Kurz eura voči japonskému jenu aj voči švajčiarskemu franku ostal medziročne na rovnakej úrovni.

1.2 Vývoj v hlavných menových oblastiach: eurozóna, USA, Japonsku, Číne

Hospodársky vývoj v eurozóna

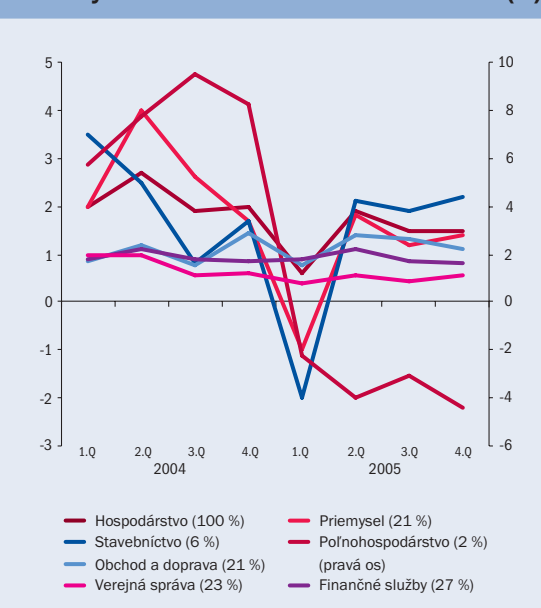
V roku 2005 hospodársky rast v eurozóna dosiahol 1,3 %. Tempo rastu sa tak v porovnaní s rokom 2004 mierne spomalilo. Očakávané hospodárske oživenie tak bolo relatívne slabé, a to hlavne vplyvom dvoch faktorov. Na jednej strane išlo o rastúce ceny ropy a nízke prírastky reálneho disponibilného dôchodku. Úspory domácností sa pritom výrazne nemenili, čo obmedzilo rast súkromnej spotreby, a teda aj domáci dopyt. Na druhej strane vplyv oneskorených účinkov zhodnotenia eura z roku 2004 tlmil zahraničný dopyt. Navyše, produktivita práce zaznamenávala rast nižší ako 1 %. Utlmený rast produktivity čiastočne súvisel s rastom zamestnanosti, ale aj so štrukturálnymi charakteristikami využívania technologických a ľudských kapacít. Dynamika celkovej inflácie HICP sa zvýšila len veľmi mierne, a to na priemernú úroveň 2,2 % (oproti 2,1 % v roku 2004). Infláciu v roku 2005 tlmil tiež silný kurz eura voči niektorým menám a vplyv stále rastúcej globálnej konkurencie na ceny obchodovateľných tovarov.

Za mierne zníženou dynamikou rastu HDP v 1. štvrťroku stojí najmä reálny pokles tvorby pridanej hodnoty v poľnohospodárstve, priemysle a stavebníctve. Nižšia dynamika rastu v priemysle, ako aj pretrvávajúci pokles tvorby pridanej hodnoty v poľnohospodárstve (v dôsledku bázičného efektu) vo všetkých štvrťrokoch 2005, boli hlavnými faktormi útlmu celkovej dynamiky rastu ekonomiky eurozóny (graf 4).

Rast HDP sa medziročne znížil vo všetkých krajinách eurozóny okrem Španielska a Írska (rast HDP 3,4 %, resp. 4,7 %). Spolu s Gréckom (3,7 %) a Luxemburskom (4,2 %) tu bol zaznamenaný najvyšší hospodársky rast spomedzi krajín eurozóny. Rast nižší ako 1 % bol v roku 2005 zaznamenaný v Nemecku (0,9 %), v Portugalsku (0,3 %) a stagnácia v Taliansku. Rozdiel medzi solídne rastúcimi ekonomikami a ekonomikami v útlme (prípadne pomaly rastúcimi) sa tak v roku 2005 na rozdiel od predchádzajúceho roku mierne prehĺbil.

V roku 2005 ovplyvnila energetická zložka štruktúru inflácie ešte výraznejšie ako v minulom roku. Priemerná ročná miera rastu cien energií v roku 2005 presiahla 10 %. Napriek oveľa vyššiemu príspevku energetickej zložky k celkovej inflácii v eurozóna (0,8 % oproti 0,2 % v roku 2004), celková inflácia

Graf 4 Vývoj štruktúry tvorby pridanej hodnoty v eurozóna (%)



Zdroj: Eurostat.
Poznámka: Údaje v zátvorkách v legende predstavujú percentuálny podiel na celkovej tvorbe pridanej hodnoty v hospodárstve eurozóny.

HICP eurozóny vzrástla len nepatrne (o 0,1 p. b. na 2,2 %). V priebehu roku 2005 už profil cien energií korešpondoval aj s vývojom celkového indexu HICP, keď cena energetickej zložky inflácie a aj celková inflácia dosiahli svoje maximá v septembri (15,0 %, resp. 2,6 %¹). Ostatné zložky inflácie boli v priebehu roka oveľa menej volatilné a sekundárne tlaky z rastu cien energetickej zložky boli v roku 2005 zaznamenané len minimálne.

Ročný rast spotrebiteľských cien meraný infláciou HICP sa v krajinách eurozóny pohyboval od 0,8 % vo Fínsku po 3,8 % v Luxembursku². Inflácia nad úroveň 3 % bola zaznamenaná v Grécku (3,5 %) a v Španielsku (3,4 %). Väčšina ostatných krajín dosiahla hodnoty inflácie blízke celkovému priemeru eurozóny (medzi 1,9 a 2,5 %).

V dôsledku rastúcich cien ropy sa zvýšili tiež náklady na dovoz ropy, čoho dôsledkom bol pokles prebytku obchodnej bilancie eurozóny. Keďže ostatné zložky bežného účtu sa medziročne výraznejšie nezmenili, bežný účet klesol o 1 % HDP a po štyroch rokoch zaznamenal opäť deficit.

Z hľadiska rozpočtového hospodárenia eurozóny ako celku bolo nastavenie fiškálnej politiky v roku 2005 mierne reštriktívne. Záporná medzera produkcie sa

¹ Medziročná percentuálna zmena HICP.
² V Luxembursku bol vplyv energetickej zložky inflácie najvyšší, až 1,4 p. b., pričom v ostatných krajinách eurozóny to bolo medzi 0,5 – 1,0 p. b.



mierne rozširovala, čo vplývalo na rozpočet mierne negatívne. Saldá verejných financií členských štátov eurozóny sa výrazne líšili, podobne ako v minulých rokoch. Referenčnú hodnotu prekročili v roku 2005 Portugalsko, Grécko, Taliansko a Nemecko (Nemecko už štvrtý rok po sebe, deficit Francúzska za rok 2005 sa nachádzal tesne pod hranicou referenčnej hodnoty). Miera konsolidácie nebola v roku 2005 dostačujúca, a to najmä vplyvom nižšieho rastu HDP a prekročenia plánovaných výdavkov. Najvýraznejšie nedostatky konsolidácie rozpočtu pretrvávali hlavne v krajinách s vysokým deficitom verejných financií. Celkový deficit eurozóny sa síce v roku 2005 mierne znížil (z 2,8 % na 2,4 %), to však nestačilo na zníženie pomeru dlhu k HDP. Ten, tak ako po minulé roky, zaznamenal v roku 2005 ďalšie mierne zvýšenie (na úroveň 70,8 % HDP).

Zamestnanosť začala v roku 2005 pomaly rásť, aj keď len veľmi mierne (0,2 %), pričom v sektore služieb a v stavebníctve rástla rýchlejšie, naopak v priemysle klesala. Časť tohto vývoja možno pripísať opatreniam politiky trhu práce podporujúcim prácu na čiastočný úväzok. Keďže sa ponuka pracovných síl v priebehu roka nezmenila, miera nezamestnanosti v priebehu roka klesala a na konci roka dosiahla 8,3 %. Napriek určitému pokroku v oblasti pružnosti trhu práce si oblasť zamestnanosti – vzhľadom na zosilňujúcu sa hospodársku súťaž, dynamiku technologického pokroku a najmä starnutie obyvateľstva – vyžaduje ďalšie reformné úsilie.

Zlepšujúca sa, ale stále utlmená súkromná spotreba bola brzdená slabým rastom disponibilných príjmov (menej ako 1 %). Nízky rast disponibilných príjmov vychádzal najmä z mierneho rastu miezd v roku 2005, keď jeho dynamika klesla na 1,5 %. Mzdový vývoj bol však pomerne diferencovaný, tak sektorovo, ako aj geograficky. Najviac sa na utlmení rastu miezd podieľal pokles v priemysle, naopak v sektore trhov orientovaných služieb (obchod, doprava a finančné a obchodné služby) sa rast miezd dokonca zvýšil. Sekundárne efekty z rastu cien komodít a energií neboli v roku 2005 zatiaľ zaznamenané. Indexácia miezd v tých krajinách, kde je širšie zavedená, predstavovala riziko, nie však priamy dopad na zintenzívnenie týchto efektov.

Ceny nehnuteľností v eurozóne pokračovali v roku 2005 v raste (7,7 % medziročný rast k júnu 2005), ale štruktúra rastu bola regionálne značne diferencovaná. Ceny rástli výraznejšie najmä v Španielsku, Taliansku a Francúzsku, naopak v Nemecku dokonca mierne poklesli.

V roku 2005 nastal obrat na finančnom účte, kde bol zaznamenaný na rozdiel od roku 2004 čistý odlev priamych a portfóliových investícií, keď saldo týchto tokov medziročne kleslo o 37 mld. EUR, t. j. o 0,5 % HDP. Hlavnou príčinou bola nerovnomerná zmena alokácie

časti kapitálu z priamych investícií do portfóliových investícií a do akcií. Zmena správania sa podnikov v eurozóne bola pravdepodobne podložená očakávaniami výraznejšieho hospodárskeho rastu v krajinách mimo eurozóny a snahou o zvýšenie konkurencieschopnosti prostredníctvom investícií do zahraničných účastí. Protipólom mohol byť záujem zahraničných investorov o majetkové cenné papiere eurozóny, ktorých cenu považoval trh za relatívne atraktívnejšiu.

Hospodársky vývoj v USA

Hospodárska aktivita v USA naďalej rástla relatívne rýchlym tempom (a to najmä v prvých troch štvrtrokoch) a v roku 2005 dosiahla rast 3,5 %. Expandoval sektor tovarov aj služieb, napriek tomu, že v oboch sektoroch bolo zaznamenané zníženie dynamiky rastu oproti roku 2004. Pre rast reálneho HDP vytvárali podmienky najmä výdavky na súkromnú spotrebu, ktoré boli, podobne ako v roku 2004, dôsledkom priaznivých podmienok financovania, pretrvávajúceho rastu cien nehnuteľností a rastúcej zamestnanosti. K rastu reálneho HDP prispieval aj rast podnikateľských investícií, ktoré navyše podporovala aj rastúca ziskovosť podnikov. Ziskovosť rástla aj vďaka miernemu rastu miezd a pokračujúceho, aj keď miernejšieho, rastu produktivity práce. Napriek rastúcim cenám energií a negatívnym vplyvom hurikánov, zhodnotenie kurzu dolára, len tlmený rast jednotkových nákladov práce (2,9 %) a pokračujúci rast produktivity práce (2,7%) v priebehu roka 2005 pomohli udržať inflačné tlaky pod kontrolou. Inflácia CPI tak dosiahla v uplynulom roku 3,4 % (2,2 % bez energií). Len mierny rast miezd v kombinácii s rastom cien energií však prispieval k už aj tak nízkej miere osobných úspor. Zadĺženie domácností na disponibilnom dôchodku sa tak v priebehu roka 2005 ďalej prehlbovalo. Dopyt domácností naďalej uspokojoval najmä čistý dovoz tovarov, ktorý opäť oproti predchádzajúcemu roku výrazne vzrástol a vytlačil deficit bežného účtu na 6,4 % HDP (oproti 5,7 % v roku 2004).

Hospodársky vývoj v Japonsku

Ekonomika Japonska pokračovala v oživení a dosiahla rast 2,7 %. Dynamika sa zrýchlila, podobne ako v roku 2004 hlavne v prvom polroku (medziročný rast ekonomiky za polrok 2005 bol 5 %). Iniciátorom oživenia japonskej ekonomiky bol rast exportu, podnikových investícií a investícií nerezidentov v dôsledku rastúceho dopytu v ázijských krajinách. Následne sa pripojili investície rezidentov a zvýšená súkromná spotreba, ktorá tiež súvisela so zlepšujúcimi sa výsledkami v zamestnanosti a v dôchodkoch. Kapitálové výdavky nerezidentov rástli tiež vplyvom priaznivých podmienok financovania, klesajúceho podielu zlých úverov a solídnej ziskovosti podnikov. Ku koncu roku

2005 aj v dôsledku znehodnotenia japonského jenu voči americkému doláru (a teda aj voči väčšine mien krajín východnej Ázie) prišlo k oživeniu exportu do krajín s rastúcim dopytom, najmä do Číny a USA. Oslabenie kurzu a rast cien komodít napomohli postupný odchod od deflácie, ktorá síce ešte v roku 2005 dosiahla 0,3 %, ale výhľadovo by už mal index CPI rásť. K návratu rastu indexu CPI by mala tiež napomôcť cena práce, ktorá v dôsledku rastúcej zamestnanosti už v roku 2005 mierne vzrástla. Bankový sektor ťažil zo zlepšujúcich sa makroekonomických podmienok v priebehu roka a úverové riziko vyplývajúce z objemu zlých úverov sa ďalej znižovalo. Rast akciového indexu Nikkei o 40 % v druhej polovici roku 2005 odzrkadľuje pozitívny výhľad ekonomickej aktivity Japonska.

Hospodársky vývoj v Číne a východnej Ázii

Hospodársky rast v Číne a v krajinách východnej Ázie bol naďalej veľmi silný a v roku 2005 dosiahol 9,9 % (v roku 2004 10,1 %). Navyše posledné revízie údajov hovoria o tom, že v posledných rokoch bol rast ešte silnejší ako pôvodne zverejňovaný. Hlavnú úlohu v hospodárskom raste zohráva veľký objem priamych zahraničných investícií (v roku 2005 až 3 % HDP). V súčinnosti s investíciami, riadený kurz juanu, ktorý zotrváva pod hladinou rovnovážneho kurzu, podporuje neustále expandujúci čistý export krajiny. Čína zaznamenala v roku 2005 rekordný prebytok na bežnom účte, pričom spolu s prebytkom na kapitálovom a finančnom účte stáli za ďalším rastom rezerv. Ku koncu roka 2005 naakumulovala Čína 819 mld. USD rezerv, predbehla aj Japonsko a stala sa tak najväčším držiteľom rezerv na svete. Ku koncu roka sa príspevok čistého exportu k hospodárskemu rastu dočasne mierne oslabil. Išlo najmä o dôsledok zhodnotenia efektívneho kurzu juanu v priebehu roka 2005 o približne 10 %. Spotreba však naďalej rástla, podporovaná rastom príjmov tak v mestských aglomeráciách, ako aj na vidieku. Podiel produkcie súkromného sektora dosiahol už takmer 60 % tvorby HDP a je už tradične hlavným motorom rastu. Práve súkromné spoločnosti tvoria najviac nových pracovných miest a stoja za rastom produktivity a ziskovosti podnikového sektora. Navyše, priestor pre tento proces ešte zďaleka nie je vyčerpaný. Inflačné tlaky z roku 2004 vyplývajúce najmä z rastu cien energií, napriek ich pokračujúceho rastu, ustali. Inflácia sa v roku 2005 zmiernila na 1,8 %, a to aj v dôsledku sprísnenia menovej politiky. Ostatné krajiny východnej Ázie takisto v roku 2005 dynamicky rástli. Ich tempo rastu pritom dosiahlo rovnakú úroveň ako v roku 2004, t. j. 7,9 %.

Menová politika a verejné financie

Európska centrálna banka (ECB) upravila kľúčové úrokové sadzby iba jedenkrát, a to v decembri 2005

o 25 základných bodov na 2,25 % (minimálna akceptovateľná úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie). K tomuto zvýšeniu viedla postupná úprava projekcií inflácie v súvislosti s rastúcim presvedčením o dlhodobom raste cien energií a jeho vplyve na riziko cenovej stability. Vo fiškálnej oblasti znamenal rok 2005 celkovo len malý pokrok k ozdraveniu verejných financií. Miera konsolidácie sa však v jednotlivých krajinách eurozóny výrazne líšila. Celkový deficit verejných financií v eurozóne sa znížil len minimálne. Navyše počet krajín s deficitom prekračujúcim referenčnú hodnotu Paktu stability a rastu v roku 2005 stúpol. V priemere tak verejný dlh aj v roku 2005 prekračoval 60-percentnú hranicu a mierne rástol.

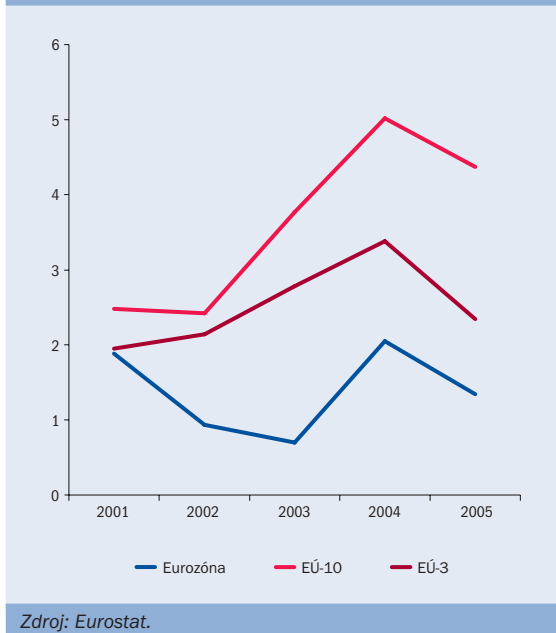
Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) Federálneho rezervného systému (Fed) v priebehu roka 2005 postupne osemkrát zvyšoval cieľovú sadzbu z federálnych fondov o štvrt percentuálneho bodu. Kľúčová sadzba Fedu sa tak dostala na konci roka 2005 na úroveň 4,25 %. Táto vopred komunikovaná a očakávaná postupnosť krokov bola pokračovaním trendu sprísňovania menovej politiky, ktorú Fed začal v roku 2004. Vo fiškálnej oblasti došlo, najmä zásluhou vyššieho výberu daní z príjmov fyzických aj právnických osôb, k zníženiu deficitu verejných financií, ktorý dosiahol v roku 2005 už len 2,6 % HDP (pokles zo 4,4 % HDP v roku 2004).

Japonská centrálna banka pokračovala v roku 2005 vo svojej extrémne uvoľnenej menovej politike s kľúčovými úrokovými sadzbami 0 % a zaplavovaním bankového sektora likviditou. V dôsledku oživenia ekonomiky z dlhodobej recesie sa postupne zosilňovali vyhliadky na ukončenie takejto politiky centrálnej banky v blízkej budúcnosti. Slabá disciplína vládnych orgánov v roku 2005, ale aj v mnohých predchádzajúcich rokoch, stála za vysokým deficitom verejných financií (6,1 % HDP). Ten naďalej zvyšoval podiel hrubého verejného dlhu, ktorý dosiahol už takmer 170 % HDP.

1.3 Vývoj v členských štátoch EÚ mimo eurozóny

Hospodársky a menový vývoj

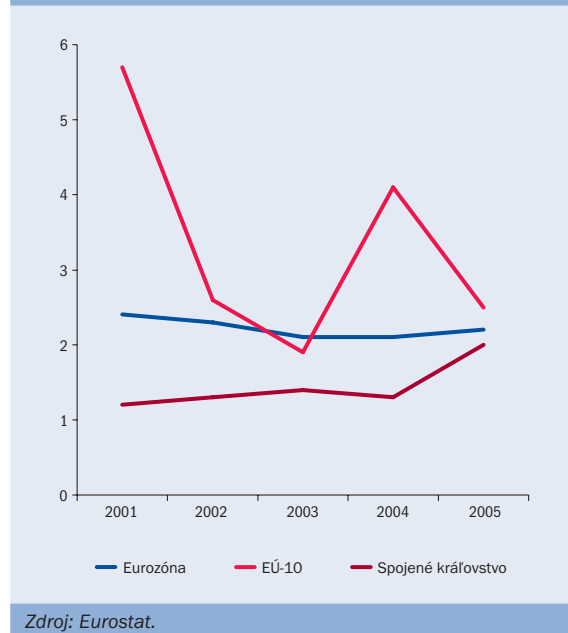
Rast reálneho HDP v členských štátoch EÚ mimo eurozóny sa v roku 2005 v porovnaní s rokom 2004 spomalil. Napriek tomu však zostal podstatne silnejší ako v eurozóne (graf 5). Nadpriemerná miera rastu bola v roku 2005 zaznamenaná tradične v pobaltských štátoch (nad 7 %) a tiež v Českej republike a na Slovensku (približne 6 %). Rast prevažnej väčšiny krajín bol ťahaný domácim dopytom, ktorý bol najmä v nových členských štátoch (s výnimkou Poľska a Malty), cez rast reálnych disponibilných dôchodkov, podporovaný súkromnou spotrebou. Tento trend tiež

Graf 5 Vývoj HDP
(medziročný rast v %)

v niektorých krajinách povzbudzovala expanzívna fiškálna politika a rast cien nehnuteľností. Vo väčšine krajín EÚ-10 bol domáci dopyt vďaka nízkym úrokovým mieram a rastúcej podnikateľskej dôvere podporený pokračujúcim silným rastom investícií. Dôležitú úlohu pri raste investícií v roku 2005 zohrali aj finančné zdroje plynúce z fondov EÚ. Zahraničný dopyt bol motorom rastu reálneho HDP najmä v Českej republike, v pobaltských krajinách a sčasti aj v Maďarsku.

Silný hospodársky rast v súčinnosti s rastom investičnej aktivity vytvárali prostredie pre tvorbu nových pracovných miest a zlepšovanie podmienok na trhu práce. Rast zamestnanosti v priemere zosilnel, a to najmä v krajinách s vyššou mierou nezamestnanosti a vysokou investičnou aktivitou. V dôsledku rastu pracovnej sily v súčasnosti však nezamestnanosť klesá iba postupne.

Inflácia HICP v nových členských štátoch EÚ sa v roku 2005 opäť výrazne priblížila k priemernej inflácii eurozóny. Spomalenie inflácie v prvej polovici roka 2005 možno pripísať základnému efektu cenového nárastu súvisiaceho s očakávaniami pri vstupe desiatich nových krajín do EÚ, ako aj zosilneniu konkurencie v sektore obchodovateľných tovarov, najmä potravín. Brzdíaci vplyv na infláciu malo v roku 2005 aj postupné zhodnocovanie efektívnych kurzov národných mien v Českej republike, Poľsku a na Slovensku. Naopak, rastúca cena ropy a energií pôsobila opačným smerom (aj keď len čiastočne, pretože sekundárne efekty boli len mierne a ceny energií sú navyše v mnohých nových členských štátoch EÚ regulované). Spolu s oslabovaním vyššie popísaného základného efektu tak bola faktorom mierneho rastu inflácie v nových

Graf 6 Vývoj inflácie HICP
(%)

členských štátoch EÚ ku koncu roka 2005. Navyše, rast domáceho dopytu prameniaci aj z rastu úverov domácnostiam, bol v niektorých krajinách tiež určitým faktorom inflačných tlakov.

Inflácia v krajinách EÚ-3 síce dosiahla v roku 2005 nižšiu úroveň ako priemerná inflácia v eurozóne, napriek tomu zaznamenala medziročne rast, pretože vychádzala z nižších hodnôt roku 2004.

Fiškálna politika krajín mimo eurozóny mala v roku 2005 v jednotlivých krajinách rozdielny charakter, v škále od prebytku vo Švédsku (2,9 % HDP) a v Dánsku (4,9 % HDP) až po vysoký deficit v Maďarsku (6,1 % HDP). V zásade sú výsledky hospodárenia fiškálneho sektora v súlade s cieľmi konvergenčných programov z roku 2005. Medziročne sa saldá verejných financií krajín mimo eurozóny napriek priaznivému ekonomickému prostrediu v priemere zhoršili, odrážajúc rôzne dodatočné výdavky a iné jednorazové výdavky rozpočtov. Pomer dlhu k HDP bol v roku 2005 vo väčšine krajín mimo eurozóny (s výnimkou Malty a Cypru) bezpečne pod úrovňou referenčnej hodnoty 60 %.

Vývoj salda na bežnom účte bol v roku 2005 veľmi rôznorodý. Od prebytku v Dánsku a vo Švédsku až po vysoké deficity v pobaltských krajinách (tabuľka 2). Vysoké deficity bežného účtu v konvergujúcich ekonomikách odzrkadľujú však iba prirodzený vývoj, kde predchádzajúci prílev kapitálu umožňuje financovať investície s vyššou pridanou hodnotou, ktoré by nebolo možné financovať z domácich zdrojov. Čistý prílev priamych zahraničných investícií v roku 2005 oproti roku 2004 mierne vzrástol, pričom vo všetkých no-

Tabuľka 2 Základné makroekonomické ukazovatele členských štátov EÚ mimo eurozóny (%)

	HDP			Inflácia HICP			Miera nezamestnanosti ¹⁾			Bežný účet (v % HDP)		
	2004	2005	2006 ²⁾	2004	2005	2006 ²⁾	2004	2005	2006 ²⁾	2004	2005 ³⁾	2006 ²⁾
EÚ-3												
Dánsko	1,9	3,1	3,2	0,9	1,7	2,1	5,5	4,8	4,0	2,3	2,9	3,4
Švédsko	3,7	2,7	3,4	1,0	0,8	1,1	6,3	7,8	7,0	6,6	5,9	5,8
Spojené kráľovstvo	3,1	1,8	2,4	1,3	2,1	2,0	4,7	4,7	5,0	-2,0	-2,6	-3,3
Pobaltské štáty												
Litva	7,0	7,5	6,5	1,2	2,7	3,5	11,4	8,2	7,1	-7,9	-7,0	-7,3
Lotyšsko	8,5	10,2	8,5	6,2	6,9	6,7	10,4	9,0	8,4	-12,9	-12,4	-13,1
Estónsko	7,8	9,8	8,9	3,0	4,1	3,6	9,7	7,9	7,0	-12,7	-10,6	-9,8
Stredoeurópske štáty												
Česká republika	4,7	6,0	5,3	2,6	1,6	2,5	8,3	7,9	7,7	-6,0	-2,3	-2,6
Maďarsko	4,6	4,1	4,6	6,8	3,5	2,3	6,1	7,2	7,7	-8,4	-7,4	-8,3
Poľsko	5,3	3,2	4,5	3,6	2,2	1,0	19,0	17,7	16,2	-4,2	-1,5	-2,0
Slovensko	5,5	6,1	6,1	7,5	2,8	4,4	18,2	16,4	15,5	-3,4	-8,5	-5,7
Slovinsko	4,2	3,9	4,3	3,7	2,5	2,4	6,3	6,3	6,3	-2,0	-1,1	-1,6
Stredomorské štáty												
Cyprus	3,9	3,8	3,8	1,9	2,0	2,4	4,7	5,3	5,4	-5,3	-5,7	-6,1
Malta	-1,5	2,5	1,7	2,7	2,5	2,9	7,3	7,3	7,4	-9,6	-12,9	-12,6
Na porovnanie												
EÚ-25	2,4	1,6	2,3	2,1	2,2	2,1	9,1	8,7	8,5	0,0	-0,3	-0,9
Eurozóna	2,0	1,3	2,1	2,1	2,2	2,2	8,9	8,6	8,4	0,5	0,1	-0,5

Zdroj: European Commission Economic Forecasts Spring 2006.

1) V % pracovnej sily.

2) Prognóza.

3) Odhad.

vých členských štátoch EÚ, s výnimkou Slovinska, bol čistý prílev priamych zahraničných investícií kladný. Aj keď ide o významný zdroj financovania, nepostačuje vo všetkých prípadoch na pokrytie deficitu bežného účtu.

V roku 2005 sa do mechanizmu výmenných kurzov ERM II pripojili k Estónsku, Litve, Slovinsku a Dánsku ďalšie krajiny. Cyprus, Malta a Lotyšsko vstúpili do mechanizmu v máji 2005 a Slovensko koncom novembra 2005; všetky krajiny oficiálne so štandardným fluktučným pásmom $\pm 15\%$ okolo centrálnej parity voči euru.³ Účasť v ERM II nebola v roku 2005 sprevádzaná vážnymi napätiami na devízových trhoch v žiadnej z ôsmich účastníckych krajín. Dánska koruna, estónska koruna, litovský litas, maltská líra a slovinský tolar sa od vstupu do mechanizmu obchodovali na úrovni

alebo blízko centrálnych parít. Cyperská libra, lotyšský lats a slovenská koruna boli o niečo volatilnejšie, no väčšinou sa pohybovali na apreciačnej strane fluktučného pásma do 2 – 3 % od úrovne parity.

Hlavným cieľom menovej politiky všetkých členských štátov EÚ mimo eurozóny je cenová stabilita. Režimy menovej politiky a výmenných kurzov jednotlivých krajín zostali v roku 2005 v zásade nezmenené. Šesť krajín uplatňovalo kurzové ciele (Dánsko, Estónsko, Cyprus, Lotyšsko, Litva, Malta), päť krajín inflačné ciele (Česká republika, Poľsko, Slovensko, Švédsko, Spojené kráľovstvo), dve krajiny kombinované režimy – inflačné ciele so zohľadnením výmenného kurzu (Maďarsko) a dvojpilierový režim sledujúci menové, reálne, externé a finančné ukazovatele makroekonomických podmienok (Slovinsko).

³ Cyperská libra, ako aj lotyšský lats boli už pred vstupom do ERM II jednostranne naviazané na euro. Zatiaľ čo cyperská libra bola naviazaná na euro od jeho zavedenia v roku 1999, Lotyšsko začiatkom roka 2005 zmenilo väzbu lats na SDR (zvlášť práva čerpania – zúčtovacia jednotka používaná najmä MMF, ktorej hodnota vychádza z menového koša) na euro a ponechalo si fluktučné pásmo $\pm 1\%$. Po vstupe do ERM II lotyšské orgány oznámili, že budú udržiavať výmenný kurz lats na centrálnej parite voči euru s fluktučným pásmom $\pm 1\%$. Maltská líra pri vstupe do mechanizmu opustila menový kôš, ktorý zahŕňal euro, anglickú libru a americký dolár a naviazala sa na euro. Maltské orgány okrem toho vyhlásili, že budú udržiavať výmenný kurz maltskej líry na centrálnej parite voči euru. V prípade slovenskej koruny a cyperskej libry sa neprijali žiadne formálne jednostranné záväzky o užšom pásme.



Vývoj v krajinách V4

Krajiny V4 pokračovali v silnom hospodárskom raste aj v roku 2005, a to aj napriek rastúcim cenám ropy (a vyššej energetickej náročnosti týchto ekonomík) a slabému oživeniu v eurozóne.

Na historicky najrýchlejšom raste ekonomiky **Českej republiky** (6,0 %) sa výraznou mierou podieľal rast čistého exportu. Ten bol dôsledkom silných priamych zahraničných investícií v minulých rokoch v automobilovom sektore. Zároveň sa významne zlepšila externá pozícia krajiny, najmä obchodná bilancia, ktorá zaznamenala prebytok 2 % HDP. Rast súkromnej spotreby mierne zaostal spolu s rastom disponibilného príjmu, ktorý bol brzdený najmä poklesom dynamiky rastu miezd. Napriek rekordne nízkym úrokovým mieram, pokles dynamiky rastu zaznamenala aj tvorba hrubého fixného kapitálu. Z hľadiska ponukovej stránky bola hospodárska aktivita ťahaná najmä priemyslom, obchodom a finančnými službami.

Rast reálneho HDP sa v **Maďarsku** v roku 2005 opäť mierne znížil na 4,1 %. Hlavným motorom rastu bol podobne ako v prípade Českej republiky výrazný príspevok čistého exportu. Obzvlášť silný rast produkcie zaznamenal sektor elektroniky a optických zariadení a sektor výroby dopravných zariadení. Na druhej strane najväčší príspevok k tvorbe hrubého fixného kapitálu zaznamenali verejné investície do infraštruktúry. V porovnaní s minulými rokmi bol rast súkromnej spotreby iba mierny, čo bolo dôsledkom nižšieho rastu disponibilných príjmov. Nižší ako predpokladaný deficit ob-

chodnej bilancie a rast priamych zahraničných investícií mali vplyv na pokles deficitu bežného účtu o viac ako 1 percentuálny bod. V priebehu roka 2005 sa významne znížila miera inflácie. Na pozadí vývoja inflácie znížila maďarská centrálna banka v priebehu roka základnú úrokovú sadzbu o 3,5 percentuálneho bodu.

V roku 2005 rast HDP v **Poľsku** výrazne zvolnil tempo až na 3,2 % (o vyše 2 p. b.). Po predvolebnej nestabilite v prvej polovici roka 2005, keď rast investícií klesol až na 2,5 %, dôvera investorov sa obnovovala len postupne a výrazný vzostup so sprievodným medziročným hospodárskym rastom 4,2 % zaznamenala až v 4. štvrtroku. Nízka spotreba a pomerne výrazný pokles zásob spojený s prehnanými očakávaniami dopytu v roku 2004 ťahali nadol domáci dopyt, ktorý zaznamenal rast iba 1,9 %. Napriek tomu bol domáci dopyt, očistený o zmenu zásob, hlavným faktorom hospodárskeho rastu (príspevok 3 p. b.). Príspevok čistého vývozu bol pomerne slabý (1,3 p. b.), pričom dynamika vývozu aj dovozu výrazne klesla.

Hospodársky rast **Slovenska** sa v roku 2005 zrýchlil až na 6,1 %. Hlavným hnacím motorom rastu bol domáci dopyt, obzvlášť súkromná spotreba a investície. Súkromná spotreba ťažila najmä z rastu zamestnanosti (2,1 %) a rastu reálnych miezd (6,3 %) a investície hlavne z veľkých investičných projektov v podnikovom sektore (najmä v automobilovom priemysle), ako aj z rastúceho objemu verejných investícií do infraštruktúry. Na rozdiel od prechádzajúcich rokov bol v roku 2005, pri len miernom raste vývozu a dovozu, príspevok čistého vývozu dočasne negatívny.