

Vonkajšie ekonomické prostredie



1 Vonkajšie ekonomické prostredie

1.1 Globálne trendy vývoja produkcie a cien

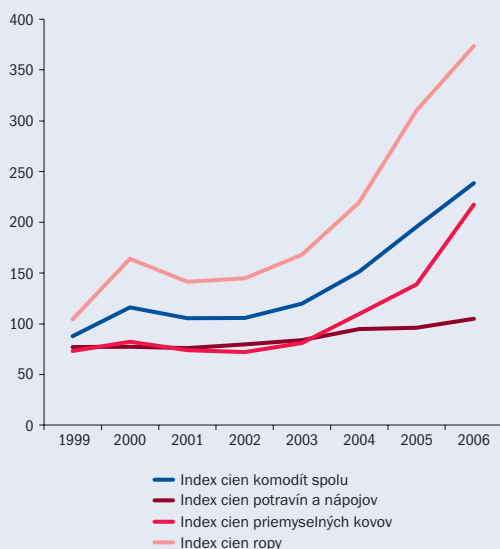
V roku 2006 pokračoval relatívne silný rast svetovej ekonomiky. V porovnaní s rokom 2005 sa mierne zrýchlil a dosiahol približne úroveň roku 2004. Vyššiu ekonomickú aktivitu ovplyvnili priaznivé podmienky financovania, ziskovosť podnikov a celkové posilnenie podnikového sektora. Z hľadiska globálnej ekonomiky zohrával významnú úlohu dynamický rast v rozvíjajúcich sa ázijských krajinách. Oživenie hospodárskeho rastu, aj keď na nižších úrovniach ako v rozvíjajúcich sa regiónoch, zaznamenala eurozóna. Mierne sa zrýchlil ekonomický rast aj v Spojených štátoch amerických, napriek obavám zo spomalenia ekonomiky. Tie súviseli najmä s neistotou ohľadom vývoja na reálnom trhu, s možným dopadom na konečnú spotrebu domácností, rastom úrokových sadzieb a globálnymi nerovnováhami. Po dlhom období stagnácie sa známky oživenia, predovšetkým v podobe rastu exportu, objavili aj v Japonsku. Tie boli sprevádzané ukončením obdobia deflácie a miernym cenovým rastom, čo signalizuje postupné ozdravovanie hospodárstva. Vysoké ceny ropy a priemyselných komodít počas roka 2006 prispeli k zrýchleniu rastu v Rusku, na Blízkom východe a v Latinskej Amerike.

Vývoj cien vo svete bol v roku 2006 stabilizovaný a úroveň inflácie zostala relatívne nízka. Napriek vysokej úrovni cien ropy a priemyselných komodít na svetových trhoch nemal tento faktor výrazný vplyv na rast cien vo svete a neohrozoval globálny rast ekonomiky. Počas roka 2006 došlo k čiastočnému poklesu globálneho napätia, rovnako tiež sezóna hurikánov v Mexickom zálive bola miernejšia než sa očakávalo. Prispelo to k zníženiu rizikovej prémie na trhu s ropou. Po kulminácii ceny ropy v polovici roka 2006 na úrovni 78 USD/barel došlo v poslednom štvrtroku k čiastočnému zníženiu svetových cien ropy na úroveň 60 USD/barel, čo zodpovedalo hodnote z konca roka 2005. Ceny ropy tak mali v druhom polroku 2006 priaznivý vplyv na globálny vývoj inflácie. Okrem ekonomických faktorov boli ceny ropy ovplyvňované aj aktivitou špekulatívnych investorov a hedžových fondov. Tí špekulovali na pohyb cien ropy a prispeli tak k rastu ich volatility.

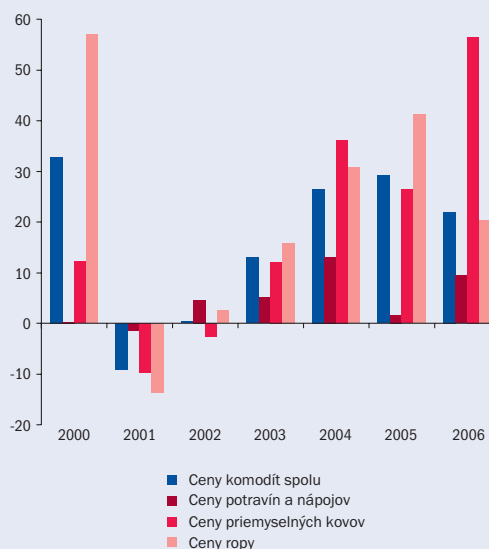
Rýchly hospodársky rast v Číne a Indii sa premietol do vysokého dopytu po kovochoch a farebných kovochoch. To spolu s nízkou úrovňou zásob farebných kovov a nízkymi spracovateľskými kapacitami priemyselných kovov viedlo k rastu cien týchto komodít. Určitý vplyv na ceny komodít mali aj investičné fondy,

Tabuľka 1 Svetová produkcia	(medziročný rast v %)		
	2004	2005	2006
Svetová produkcia	5,3	4,9	5,4
Vyspelé ekonomiky	3,3	2,5	3,1
USA	3,9	3,2	3,3
Japonsko	2,7	1,9	2,2
Eurozóna	2,0	1,4	2,7
Rozvíjajúce sa ázijské krajiny	8,7	9,2	9,4
Čína	10,1	10,4	10,7
India	7,8	9,2	9,2
Rusko	7,2	6,4	6,7
Stredná a Latinská Amerika	6,0	4,6	5,5
Brazília	5,7	2,9	3,7
Blízky východ	5,6	5,4	5,7

Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2007, Eurostat.

**Graf 1 Vývoj cien**
(index rok 1995 = 100)

Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2007.

Graf 2 Medziročná zmena cien komodít (%)

Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2007.

ktoré sa snažili o diverzifikáciu portfólia a zníženie rizika. Táto aktivita sa však najviac dotkla cien zlata a striebra.

Ceny poľnohospodárskych a potravinárskych komodít a tovarov zaznamenali najmä v druhom štvrtroku 2006 výraznejší nárast. Napriek tomu bolo ich celkové zvýšenie len mierne.

Kurzový vývoj vo svete bol charakterizovaný pokračujúcou apreciáciou eura voči americkému doláru, japonskému jenu a švajčiarskemu franku. Opačný vývoj kurzu zaznamenalo euro voči anglickej libře. Vývoj devízových kurzov v roku 2006 bol ovplyvnený predovšetkým očakávaniami zmeny úrokových sadzieb v USA a eurozóne. Významný vplyv predstavovala aj menová politika v Číne a Japonsku, predovšetkým však mierne uvoľnenie kurzového režimu v Číne.

Znehodnocovanie amerického dolára voči euru bolo, najmä začiatkom roka, ovplyvnené rastúcim dvojitým deficitom USA (deficit na bežnom účte platobnej bilancie a fiškálny deficit) a negatívnym výhľadom ekonomického rastu. Naopak, oživovanie ekonomickej aktivity v eurozóne sa premietlo do posilňovania eura voči hlavným svetovým menám.

Vyspelé ekonomiky zaznamenali v roku 2006 opätovné prehĺbenie deficitov bežných účtov platobnej bilancie. Tento nárast deficitov bol však len mierny a v porovnaní s predchádzajúcim rokom sa spomalil. Predovšetkým nižší rast deficitu bežného účtu v USA prispel k zníženiu rizík v oblasti globálnych nerovnováh.

1.2 Hospodársky vývoj v USA

Ekonomický rast v USA zaznamenal len mierne zrýchlenie, keď v roku 2006 dosiahol 3,3 % v porovnaní s 3,2 % v predchádzajúcom roku. Pokračovanie akcelerácie ekonomiky z roku 2005 sa prejavovalo najmä na začiatku roka 2006, v ďalšom období sa tempo ekonomického rastu spomaľovalo. K hospodárskemu rastu prispela súkromná spotreba, zvýšenie federálnych a štátnych výdavkov. Priaznivé podmienky financovania a rast ziskovosti stimulovali vývoj podnikových investícií. Postupné znižovanie tempa hospodárskeho rastu v priebehu roka 2006 súviselo s poklesom investícií v realitnom sektore a so spomalením bytovej výstavby. Dynamika rastu súkromnej spotreby domácností, ktorá má najväčší podiel na tvorbe HDP, poklesla v roku 2006 na 3,2 % z 3,5 % v roku 2005. Najväčší pokles bol zaznamenaný pri výdavkoch domácností na tovary krátkodobej spotreby. Výdavky domácností boli negatívne ovplyvnené vysokými cenami energií a zvýšením výdavkov na bývanie. Na druhej strane pozitívne na spotrebu domácností vplýval rast miezd a zamestnanosti.

Priemerná dvanásťmesačná inflácia v roku 2006 mierne poklesla z 3,4 % v predchádzajúcom roku na 3,2 %. V dôsledku rastu cien energií, ale aj vyššieho využitia výrobných kapacít sa v prvom polroku cenový vývoj zrýchľoval. Od leta, naopak, dochádzalo k spomaľovaniu medziročnej inflácie, ktorá ku koncu roka dosiahla 2,5 %.

Deficit bežného účtu v porovnaní so 6,4 % HDP v predchádzajúcom roku sa v roku 2006 len mierne

zvýšil na 6,5% HDP. Pozitívny vývoj bol zaznamenaný v dynamike rastu exportu a to najmä vo vývoze tovaru, kde sa prejavil rast globálnej ekonomiky a depreciácia reálneho efektívneho kurzu amerického dolára. Vývoj dovozu bol, naopak, ovplyvnený relatívne silným spotrebiteľským dopytom.

K pozitívnemu vývoju došlo vo fiškálnej oblasti, keď deficit verejných financií dosiahol 248 mld. USD a v porovnaní s rokom 2005 sa znížil z 2,6% HDP na 1,9% HDP. Zlepšenie nastalo v dôsledku rastu daňových príjmov fyzických a právnických osôb.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) Federálneho rezervného systému zvýšil počas prvého polroka 2006 štyrikrát cieľovú sadzbu federálnych fondov, vždy o štvrt percentuálneho bodu. Do konca júna tak sadzba vzrástla o 100 bázických bodov na 5,25 %. V ďalšom priebehu roka sa úrokové sadzby už nemenili, aj keď FOMC viackrát konštatoval, že inflačné riziká pretrvávajú.

1.3 Hospodársky vývoj v Japonsku

V roku 2006 pokračovalo zotavovanie japonskej ekonomiky z dlhotrvajúcej krízy, keď rast HDP dosiahol 2,2 %. Podobne ako v ostatných priemyselných krajinách sa však v priebehu roka tempo ekonomického rastu spomaľovalo. Ekonomická aktivita bola stimulovaná najmä rýchlym rastom súkromných investícií, čo reflektovalo priaznivé finančné podmienky a ziskovosť podnikov. K rastu prispela aj zvýšená exportná aktivita, podporená slabším kurzom jenu a silným dopytom po strojových zariadeniach. S tým súviselo aj výrazné zrýchlenie priemyselnej produkcie, ktorej rast sa zvýšil z 1,6% v roku 2005 na 4,6% v roku 2006.

Počas roka 2006 zoslabli v Japonsku obavy z deflácie, keď spotrebiteľské ceny medziročne vzrástli o 0,2% v porovnaní s ich poklesom v roku 2005 o 0,3%. Cenový vývoj bol aj naďalej tlmený najmä tlakmi na znižovanie miezd.

Postupné ozdravovanie bankového sektora sa prvýkrát od roku 1996 prejavilo v raste úverov. Podnikové investície stúpili na 7,7% oproti 6,6% v roku 2005. Index TANKAN, ktorý zverejňuje Bank of Japan a zaoberá sa sentimentom podnikateľského prostredia, zaznamenal opätovný rast oproti predchádzajúcim rokom a odzrkadľoval rastúcu dôveru podnikateľského sektora v Japonsku. Bežný účet zaznamenal opätovný nárast prebytku, ku ktorému prispel najmä export a dosiahol 170,4 mld. USD, čo predstavuje 3,9% HDP oproti 3,6% HDP v roku 2005.

Bank of Japan ukončila v roku 2006 svoju politiku „kvantitatívneho uvoľňovania“, ktorú uplatňovala

od roku 2001 a zvýšila kľúčovú sadzbu z 0% na 0,25%. Rovnako tiež sťahovala prebytočnú likviditu z bankového sektora.

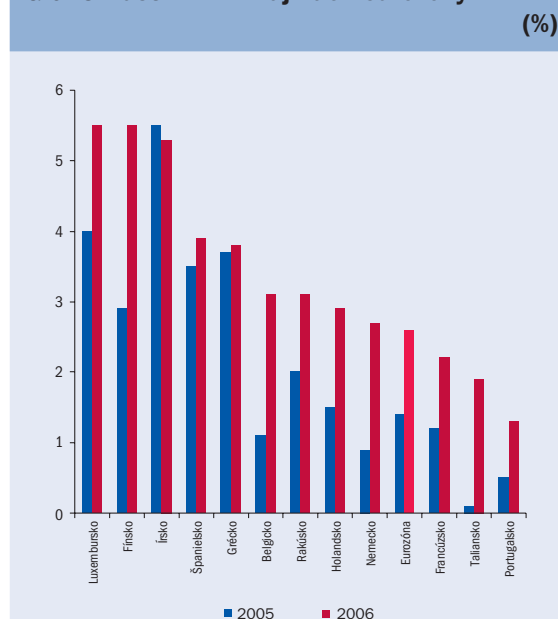
1.4 Hospodársky vývoj v eurozóne

V roku 2006 sa hospodársky rast eurozóny v porovnaní s rokom 2005 (1,4%) takmer zdvojnásobil, keď dosiahol 2,7%. Po postupnom a miernom oživení rastu v druhej polovici roku 2005 došlo v prvom polroku 2006 k výraznejšej akcelerácii. Tento vývoj sa odrazil v zlepšení spotrebiteľskej i podnikateľskej dôvery, ako aj v podmienkach na trhu práce. Dosiahnuté tempo rastu bolo najvyššie od roku 2000.

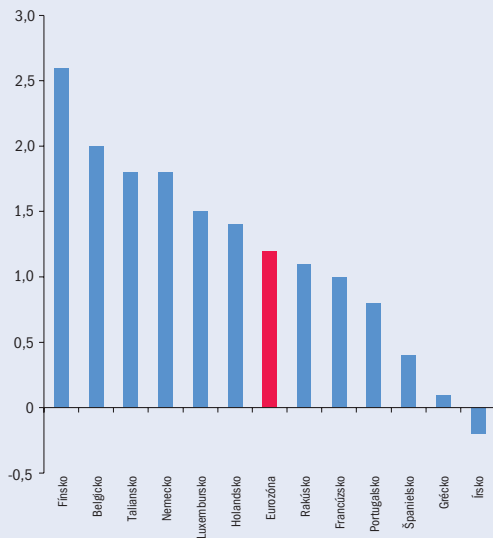
Spomalenie hospodárskeho rastu od roku 2001 bolo spojené s poklesom ceny finančných aktív, čo si vyžiadalo následnú reštrukturalizáciu bilancií podnikov, avšak za cenu zníženia investícií a tvorby pracovných miest. Práve úspešný proces reštrukturalizácie podnikových bilancií v predchádzajúcom období viedol v roku 2006 k zvýšeniu investičného dopytu i dopytu po pracovnej sile. Hlavným prorastovým faktorom sa tak stal domáci dopyt a predovšetkým fixné investície. Hoci v roku 2006 došlo k výraznému zrýchleniu exportu, ako dôsledku pokračujúcej expanzie svetovej ekonomiky, príspevok externého sektora k rastu HDP bol neutrálny, keďže rýchlejší domáci dopyt sa odrazil v zrýchlení dovozu.

Rast investícií v roku 2006 dosiahol najvyššie tempo od roku 2000 (4,3%) a súvisel najmä so zvyšujúcou sa ziskovosťou podnikov, ako aj nízkymi nákladmi

Graf 3 Rast HDP v krajinách eurozóny (%)



Zdroj: Eurostat.

Graf 4 Zmena dynamiky hospodárskeho rastu v roku 2006 oproti roku 2005 (p. b.)

Zdroj: Eurostat.

Graf 5 Vývoj inflácie v eurozóne (%)

Zdroj: Eurostat.

financovania z externých zdrojov. V roku 2006 v porovnaní s rokom 2005 zaznamenala zvýšenie dynamiky rastu aj súkromná spotreba (z 1,5% na 1,8%), pričom hlavným zdrojom bol vyšší rast reálneho disponibilného príjmu. Napriek negatívne mu vplyvu cien energií na kúpyschopnosť domácností sa zvýšil rast reálnych príjmov v dôsledku silného rastu zamestnanosti, ako aj nemzdových príjmov. Na úspory domácností pozitívne vplývalo zmiernenie spotrebného správania.

Divergencia v tempách rastu HDP v jednotlivých krajinách eurozóny sa v roku 2006 zmiernila. V porovnaní s rokom 2005 zaznamenala väčšina krajín zvýšenie tempa rastu HDP.

V roku 2006 sa výrazne zlepšili podmienky na trhu práce. Zamestnanosť rástla predovšetkým v sektore služieb a v stavebníctve a v priemysle sa jej pokles zastavil. Miera nezamestnanosti v roku 2006 aj naďalej klesala a vo štvrtom štvrtroku dosiahla 7,5%. Hoci uvedené indikátory naznačujú cyklickú reakciu trhu práce, časť poklesu nezamestnanosti bola spôsobená aj štrukturálnymi reformami v niektorých krajinách eurozóny.

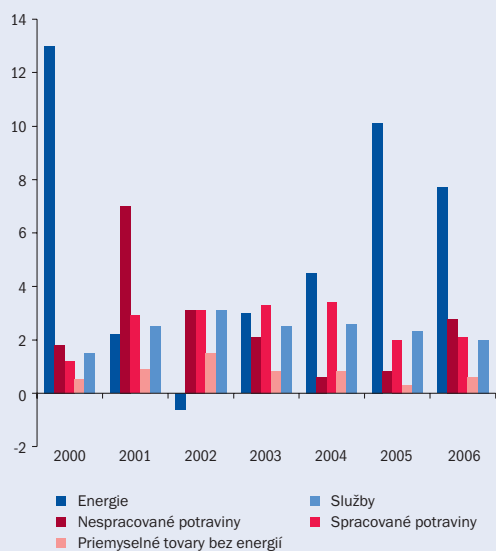
Rast produktivity práce sa počas roku 2006 naďalej zrýchľoval. Toto zrýchlenie bolo najvýraznejšie predovšetkým v priemysle, zatiaľ čo rast produktivity práce v službách zostal stabilný, avšak na výrazne nižšej úrovni v porovnaní s priemyslom. Zvýšenie produktivity práce súviselo s cyklickým vývojom ekonomiky, avšak dosiahnutá úroveň stále zaostáva za očakávaniami. Odráža to jednak dopad realizovaných

štrukturálnych reforiem na trhu práce, ktoré boli zamerané na zvýšenie uplatnenia nízko kvalifikovanej pracovnej sily, jednak nedostatočné využívanie nových technológií podporujúcich produktivitu, ako aj nedostatok konkurencie a striktný regulačný rámec tovarových trhov.

V roku 2006 zostala dynamika celkovej priemernej inflácie meranej HICP v porovnaní s rokom 2005 na nezmenenej úrovni 2,2%. Medziročná miera inflácie však v priebehu roka zaznamenala relatívne výraznú volatilitu. Tá bola spôsobená predovšetkým vývojom cien energií. Inflačné tlaky súviseli aj so zvýšením svetových cien neenergetických komodít, čo sa prejavilo vo výraznom náraste cien medziproduktov. Mierne zvýšenie cien výrobcov spotrebných tovarov môže signalizovať sekundárne efekty predchádzajúceho rastu cien komodít, tie však zatiaľ zostávajú utlmené. Tlmiaco na ceny pôsobil aj mierny vývoj mzdových nákladov a apreciácia eura. Priemerná cena ropy Brent (v eurách) vzrástla v roku 2006 v porovnaní s rokom 2005 o 20%, keď jej nárast bol 45%.

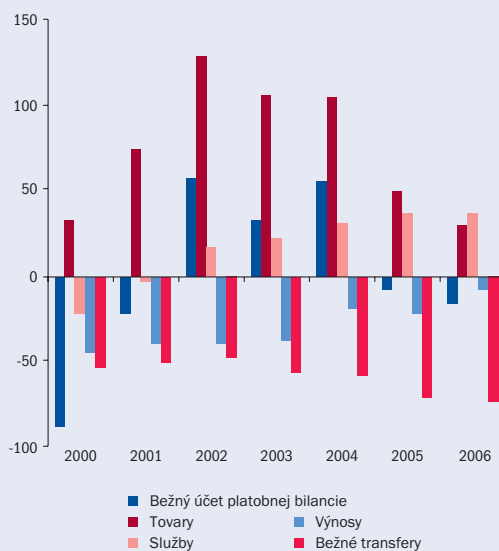
V porovnaní s rokom 2005 bol príspevok cien nespracovaných potravín k rastu spotrebiteľských cien výraznejší, najmä v dôsledku nepriaznivých klimatických podmienok v druhej polovici roka. Priemerná miera rastu HICP bez energií a nespracovaných potravín zostala v roku 2006 v porovnaní s rokom 2005 na nezmenenej úrovni (1,5%). Počas roka sa však jej medziročná úroveň mierne zrýchľovala. Súviselo to so zvýšením rastu cien priemyselných tovarov bez energií. Miera rastu cien služieb zostala stabilná na úrovni 2,0%. Celkovo možno konštatovať, že v roku 2006

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



Zdroj: Eurostat.

Graf 7 Vývoj bežného účtu platobnej bilancie (mld. EUR)



Zdroj: Eurostat.

boli inflačné tlaky v eurozóne utlmené a dopad rastu cien ropných i neropných komodít na spotrebiteľské ceny bol obmedzený. Dlhodobé inflačné očakávania zostali ukotvené na úrovniach konzistentných s úrovňou cenovej stability.

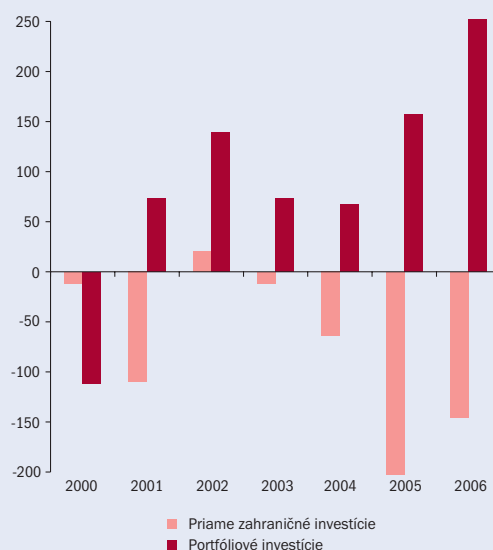
Medziročná miera rastu cien priemyselných výrobcov vzrástla zo 4,1 % v roku 2005 na 5,1 % v roku 2006. Tento nárast bol spôsobený najmä cenami energií, avšak rastúci trend bol zaznamenaný aj v cenách priemyselných výrobcov bez energií. Možno to pripísať najmä rastúcim cenám neenergetických komodít a nepriamym dopadom vyšších cien ropy. Vývoj nákladov práce podľa väčšiny ukazovateľov zostal v roku 2006 rovnako ako v roku 2005 utlmený, hoci situácia v jednotlivých krajinách sa líšila. Celkovo aj naďalej náklady práce len mierne prispievali k domácim inflačným tlakom. Hlavným faktorom takého vývoja bol tlak silnej globálnej konkurencie. Ďalšími faktormi boli pozitívny vplyv menovej politiky na inflačné očakávania, nižší počet pracovníkov v odboroch a zvýšenie podielu pracovných kontraktov na čiastočný úväzok a krátkodobých kontraktov.

V roku 2006 zaznamenal bežný účet platobnej bilancie eurozóny deficit 16,2 mld. EUR (0,2 % HDP) v porovnaní s deficitom 6,8 mld. EUR (0,1 % HDP) v roku 2005. Vyšší schodok bol predovšetkým v dôsledku nižšieho prebytku v bilancii tovarov, keď v hodnotovom vyjadrení rástol dovoz tovarov (16,1 %) rýchlejšie ako vývoz (13,8 %). Mierne vyšší deficit bežných transferov bol iba čiastočne kompenzovaný nižším schodkom v bilancii výnosov, zatiaľ čo bilancia služieb zostala nezmenená.

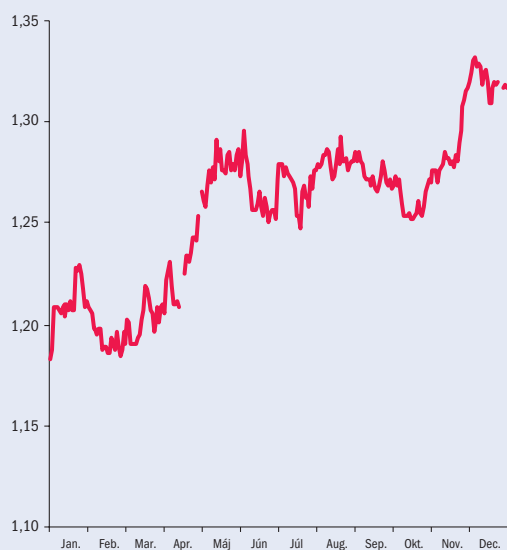
Vývoj na finančnom účte v roku 2006 bol charakterizovaný výrazným čistým prílevom priamych a portfóliových investícií v porovnaní s čistým odlevom kapitálu v roku 2005. Tento vývoj bol predovšetkým dôsledkom výrazne nižšieho čistého odlevu priamych zahraničných investícií z eurozóny a vyššieho čistého prílevu portfóliových investícií.

Počas roka sa výmenný kurz eura zhodnotil vo vzťahu k americkému doláru o 11,4 %. Tento trend bol

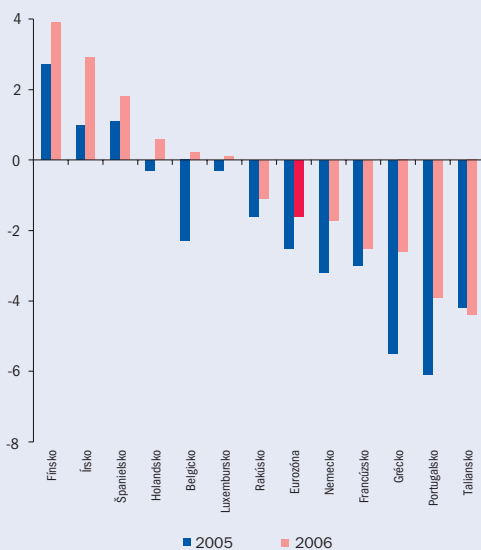
Graf 8 Priame a portfóliové investície v eurozóne (mld. EUR)



Zdroj: Eurostat.

**Graf 9 Vývoj výmenného kurzu USD/EUR v roku 2006**

Zdroj: ECB.

Graf 10 Pozícia verejných financií krajín eurozóny (% HDP)

Zdroj: Eurostat.

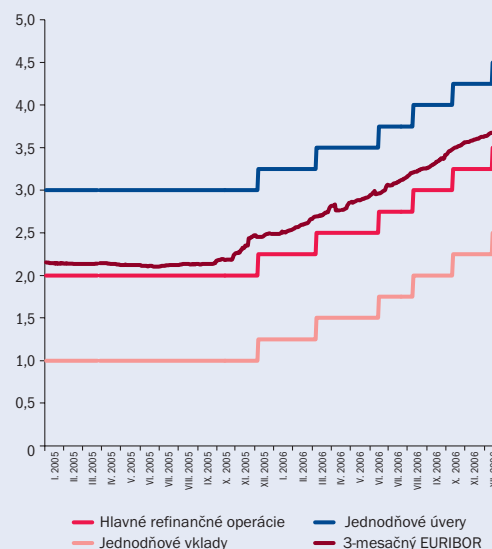
predovšetkým dôsledkom priaznivejších očakávaní trhov ohľadom odhadovaného ekonomického vývoja eurozóny. Na začiatku roka patril k hlavným dôvodom apreciačného trendu eura prehlbujúci sa dvojitý deficit v USA, avšak postupne sa hlavným dôvodom stávala rozdielna pozícia hospodárskeho cyklu v USA a v eurozóne, ako aj budúce nastavenie menovej politiky v týchto dvoch ekonomických oblastiach.

V roku 2006 na pozadí relatívne výrazného hospodárskeho rastu a vyšších príjmov možno fiškálny vývoj v eurozóne hodnotiť pozitívne, avšak stále chýbalo výraznejšie úsilie v oblasti rozpočtovej konsolidácie. Deficit verejných financií v eurozóne v roku 2006 dosiahol 1,6% HDP v porovnaní s 2,5% HDP v roku 2005. Z piatich krajín, pri ktorých sa v roku 2006 uplatňoval postup pri nadmernom deficite, sa trom (Nemecku, Grécku, Francúzsku) podarilo znížiť ich deficit pod hranicu 3%. Taliansko a Portugalsko zostávajú krajinami s deficitom presahujúcim túto hranicu. V porovnaní s rokom 2005 sa v roku 2006 podarilo všetkým krajinám s výnimkou Talianska znížiť deficit verejných financií.

Pri tomto vývoji verejných financií klesol v roku 2006 verejný dlh v eurozóne mierne pod 70% HDP (v roku 2005 bol dlh 70,5%, v roku 2006 69,0%). Tento vývoj bol odrazom poklesu verejného dlhu vo všetkých krajinách s výnimkou Talianska (krajina s najvyšším pomerom verejného dlhu k HDP z krajín eurozóny) a Portugalska.

Počas roku 2006 zvýšila ECB svoju základnú úrokovú sadzbu celkovo o 1,25 percentuálneho bodu

z úrovne 2,25% v januári 2006 na 3,50% na konci roka. Hlavným dôvodom bolo zvýšenie inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Medzi tieto riziká patrili najmä silnejší ako očakávaný efekt transmisie minulého rastu cien ropy, prípadné ďalšie zvýšenie administratívnych cien a nepriamych daní a možnosti opätovného rastu cien ropy, ako aj silnejší rast miezd. Sprísnenie menovej politiky sa uskutočnilo v prostredí silného hospodárskeho rastu, výraznej menovej a úverovej expanzie a prebytku likvidity v eurozóne.

Graf 11 Úrokové sadzby ECB a EURIBOR (%)

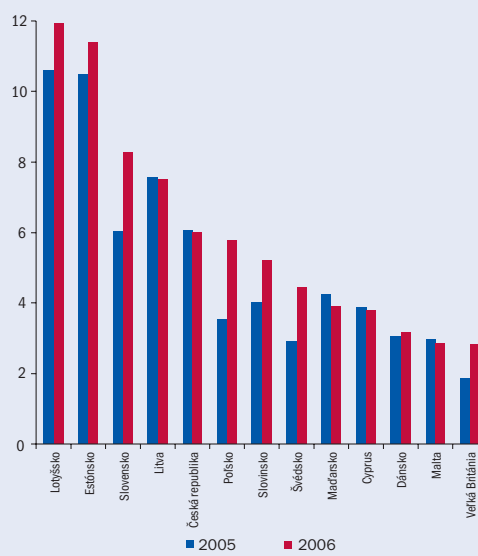
Zdroj: ECB.

Graf 12 Zmena ekonomického rastu v roku 2006 v porovnaní s rokom 2005 (p. b.)



Zdroj: Eurostat.

Graf 13 Ekonomický rast (%)



Zdroj: Eurostat.

1.5 Ekonomický vývoj v členských štátoch EÚ mimo eurozóny

V roku 2006 sa ekonomický rast v členských krajinách mimo eurozóny zrýchlil, úroveň rastu sa však v jednotlivých krajinách výraznejšie líšila. Najvýraznejšie akceleroval hospodársky rast na Slovensku, v Poľsku a Švédsku, najvyššie úrovne však dosahoval v pobaltských štátoch, najmä Lotyšsku a Estónsku, ale aj na Slovensku. Relatívne dynamicky rástli aj ostatné ekonomiky stredoeurópskeho regiónu.

Vo väčšine krajín bol dynamický rast hospodárstva vytváraný domácim dopytom. Súkromná spotreba bola stimulovaná zvýšením disponibilného dôchodku, ktoré bolo spojené s dynamickým rastom miezd, poklesom nezamestnanosti a rastom cien nehnuteľností. Rast investičného dopytu reflektoval relatívne priaznivé podmienky financovania, zlepšenie podnikateľského prostredia a v niektorých krajinách aj výraznejšie prílevy priamych zahraničných investícií.

Okrem domáceho dopytu došlo vo viacerých krajinách aj k akcelerácii exportu. Súviselo to najmä s prílevom priamych zahraničných investícií v posledných rokoch a priaznivým vývojom zahraničného dopytu. Vo väčšine krajín bol však dynamický vývoj exportu sprevádzaný aj rýchlym rastom dovozu. Ten bol práve dôsledkom relatívne silného domáceho dopytu a vysokej dovoznej náročnosti exportu v niektorých krajinách. Príspevok čistého exportu k rastu HDP bol tak vo všeobecnosti neutrálny. Kladný príspevok čistého exportu k hos-

podárskemu rastu zaznamenali Maďarsko, Česká republika, Malta, Slovensko a Švédsko.

Inflácia meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien sa zvýšila vo väčšine členských krajín EÚ mimo eurozóny. Najvyššie úrovne dosahovala v pobaltských krajinách, v Maďarsku a na Slovensku. Najnižšiu mieru inflácie, výraznejšie pod priemerom eurozóny, vykázali Poľsko a Švédsko.

Graf 14 Dovoz eurozóny a vývoz krajín EÚ-10 (medziročná zmena v %, s. c. 2000)

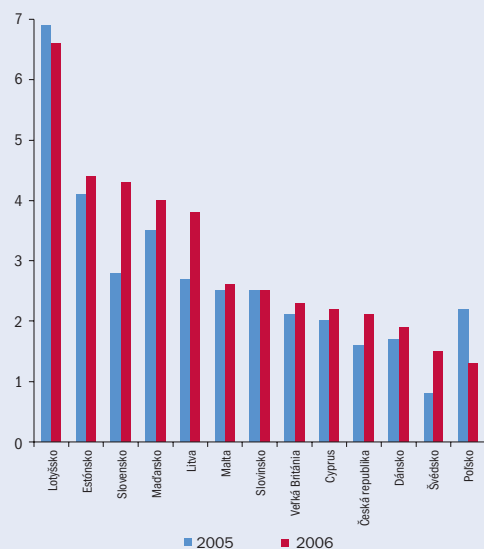


Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Poznámka: EÚ-10 – krajiny, ktoré vstúpili do EÚ v roku 2004.

**Graf 15 Zmena dvanásťmesačnej priemernej miery inflácie (HICP) v roku 2006 (p. b.)**

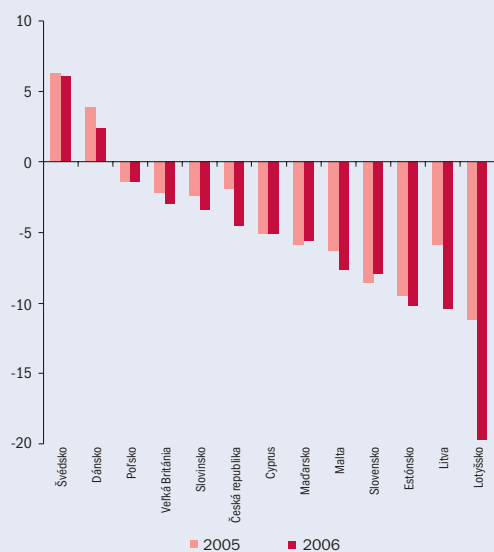
Zdroj: Eurostat.

Graf 16 Dvanásťmesačná priemerná miera inflácie (HICP) (%)

Zdroj: Eurostat.

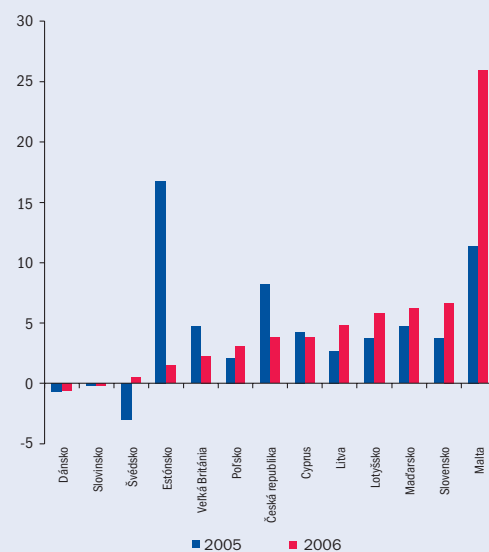
Zrýchlenie cenového rastu bolo vo viacerých krajinách dôsledkom administratívnych zásahov do cenovej hladiny. Cenový vývoj bol ovplyvnený aj vyššími cenami ropy a následným rastom cien energií. Na zrýchlení cenového rastu sa v niektorých krajinách podieľali aj ceny potravín. Rýchly rast domáceho dopytu v niektorých ekonomikách však tiež prispel k tvorbe inflačných tlakov.

Saldá kombinovaného bežného a kapitálového účtu platobnej bilancie sa v jednotlivých krajinách naďalej výraznejšie líšili. Kým Švédsko a Dánsko dosahovali prebytky, ostatné krajiny vykázali deficity. Celkovo došlo v porovnaní s rokom 2005 k miernemu zhoršeniu. Mimoriadne vysoký schodok, takmer 20 % HDP, dosiahlo Lotyšsko, v Estónsku a Litve sa schodky pohybovali nad 10 % HDP. Deficity bežného a kapi-

Graf 17 Kombinovaný bežný a kapitálový účet platobnej bilancie (% HDP)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje za Estónsko, Maltu, Švédsko a Veľkú Britániu sú kumulatívom za štyri štvrtky do 3. štvrtka 2006.

Graf 18 Prílev čistých PZI (% HDP)

Zdroj: ECB.

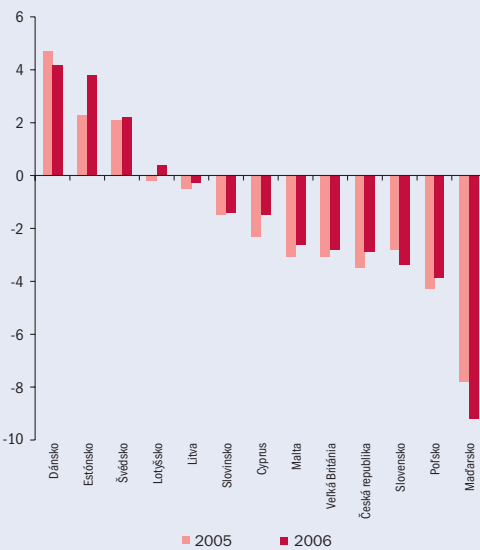
Poznámka: Údaje za Estónsko, Maltu, Švédsko a Veľkú Britániu sú kumulatívom za štyri štvrtky do 3. štvrtka 2006.

Graf 19 Zmena denných výmenných kurzov mien krajín EÚ mimo ERM II voči východisku roka 2006 (%)



Zdroj: Eurostat.
Poznámka: Záporné hodnoty znamenajú apreciáciu.

Graf 20 Saldo verejných financií (% HDP)



Zdroj: Eurostat.

tálového účtu v krajinách, ktoré vstúpili do EÚ v máji 2004 čiastočne súviseli s procesom dobiehania. V niektorých krajinách však tieto deficity odrážali vysoký spotrebný dopyt a rast úverov a môžu tak signalizovať riziko udržateľnosti externej pozície.

Čistý prílev priamych zahraničných investícií sa vo väčšine krajín mimo eurozóny v porovnaní s rokom 2005 zvýšil. Vo viacerých krajinách predstavovali čisté priame zahraničné investície významný zdroj financovania deficitov kombinovaného bežného a kapitálového účtu. Najmä v pobaltských krajinách však nepostačovali na krytie tohto schodku.

Vývoj výmenných kurzov členských krajín EÚ mimo eurozóny v značnej miere reflektoval kurzové režimy v jednotlivých krajinách. Národné meny Dánska, Estónska, Cypru, Lotyšska, Litvy, Malty, Slovinska a Slovenska sa zúčastňovali na ERM II. Výmenné kurzy týchto krajín, s výnimkou Slovenska, oscilovali v blízkosti svojich centrálnych parít.

Vývoj výmenných kurzov mien, ktoré sa nezúčastňovali na ERM II bol v jednotlivých krajinách odlišný. Už od prvých mesiacov roka česká koruna a švédská koruna zaznamenávali apreciačný trend a v porovnaní s východiskom roka sa posilnili o 5,2 %, resp o 3,7 %. Od júla 2006 sa začala postupne zhodnocovať aj anglická libra (ku koncu roka sa posilnila o 2,0 %). Poľský zlotý a maďarský forint zaznamenávali v priebehu prvého polroka 2007 zvýšenú volatilitu a výrazný depreciačný trend, čo reflektovalo globálnu averziu k riziku na nových trhoch (emerging markets). V prípade Maďarska bol tlak na menu aj dôsledkom fiškálnej situácie

a obáv z externej nerovnováhy. V druhej polovici roka sa kurzový vývoj zmenil a obe meny zaznamenávali postupné zhodnocovanie. Odrážalo to obnovenie globálneho sklonu k riziku a v prípade Maďarska aj zvýšenie úrokových sadziieb. Ku koncu roka dosiahli kurzy oboch krajín približne východiskovú úroveň roka.

V oblasti verejných financií pretrvávali v roku 2006 relatívne výrazné rozdiely medzi jednotlivými krajinami. Kým Dánsko, Švédsko a Estónsko zaznamenali prebytkové hospodárenie verejných financií, ostatné krajiny vykázali deficity. S výnimkou Maďarska boli výsledky rozpočtového hospodárenia v súlade s konvergenčnými programami z roku 2005. Fiškálna pozícia bola vo viacerých krajinách pozitívne ovplyvnená vysokým ekonomickým rastom.

Ku koncu roka 2006 sa postup pri nadmernom deficite vzťahoval na Českú republiku, Maltu, Maďarsko, Poľsko, Slovensko a Veľkú Britániu. V júli 2006 bol zrušený postup pri nadmernom deficite voči Cypru, naopak, v januári bol iniciovaný voči Veľkej Británii. Zo šestice krajín, na ktoré sa vzťahoval postup pri nadmernom deficite, sa v roku 2006 podarilo znížiť schodky verejných financií pod hranicu 3 % Veľkej Británii, Českej republike a Malte.

Počas roku 2006 väčšina centrálnych bánk krajín, ktorých meny sa zúčastňovali na ERM II prijala opatrenia na sprísnenie menovej politiky. Tie vo viacerých prípadoch odzrkadľovali zmeny úrokových sadziieb ECB, ktorá v priebehu roku 2006 zvýšila sadzbu pre hlavné refinančné operácie kumulatívne o 125 bázických bodov.



V polovici februára 2006 zvýšila svoje kľúčové sadzby o 10 bázických bodov na 2,5 % Danmarks Nationalbank. Reagovala tak na odlev kapitálu súvisiaci s nákupmi zahraničných cenných papierov dánskymi investormi. V ďalšom priebehu roka dánska centrálna banka kopírovala zmeny kľúčových sadzieb ECB a zvýšila tak postupne svoju hlavnú úrokovú sadzbu na 3,75 %. Vzhľadom na uplatňovaný režim menovej rady (currency board) nestanovujú centrálna banka Estónska a Litvy svoje kľúčové úrokové sadzby. Obe tieto krajiny tak automaticky prijali menovopolitické rozhodnutia ECB. Eesti Pank navyše implementovala aj viacero preventívnych opatrení v oblasti finančného sektora. Tie boli zamerané na elimináciu rizík pre finančnú stabilitu, súvisiacich predovšetkým s rýchlym rastom úverov. Medzi tieto opatrenia patrilo aj zvýšenie sadzby povinných minimálnych rezerv z 13 % na 15 %. K sprísneniu menových podmienok pristúpila aj lotyšská centrálna banka, ktorá v dvoch krokoch zvýšila svoje sadzby zo 4 % na 5 %. Súčasne Latvias Banka rozšírila základňu pre výpočet povinných minimálnych rezerv o bankové pasíva so splatnosťou prekračujúcou dva roky. V dôsledku znižujúceho sa krátkodobého úrokového diferenciálu voči euru pristúpila centrálna banka Malty k trom zvýšeniam svojej kľúčovej sadzby, kumulatívne o 75 bázických bodov na 4 %. K miernemu zvýšeniu sadzieb, o 25 bázických bodov na 4,5 %, prikočila aj centrálna banka Cypru. Tento krok súvisel so sprísnením menovej politiky ECB a rastúcimi inflačnými tlakmi. Banka Slovenije zohľadňovala potrebu konvergencie krátkodobých úrokových sadzieb na úroveň eurozóny pred prijatím eura od 1. januára 2007. Postupne tak počas prvého polroka 2006 znižovala svoju hlavnú menovú sadzbu a od augusta ju udržiavala stabilnú na úrovni 3,5 %.

Väčšina centrálnych bánk členských krajín EÚ mimo eurozóny, ktoré sa nezúčastňovali na ERM II zvyšovala svoje kľúčové sadzby v dôsledku rastúcich obáv zo zrýchlenia cenového rastu. Česká národná banka zvýšila svoju kľúčovú sadzbu o 50 bázických bodov na 2,5 %, pričom pri tomto rozhodnutí v značnej miere zohľadnila inflačnú prognózu. Zhoršujúci sa inflačný výhľad bol dôvodom zvýšenia sadzieb aj v Maďarsku, keď Magyar Nemzeti Bank zvýšila kumulatívne v piatich krokoch svoje kľúčové sadzby o 200 bázických bodov na 8 %. Relatívne vysoká úroveň inflácie, ktorá sa pohybovala nad inflačným cieľom, bola dôvodom zvýšenia sadzieb aj v prípade Bank of England. Sveriges Riksbank zvýšila svoju kľúčovú úrokovú sadzbu z 1,5 % na 3,0 % so zreteľom na udržanie inflácie v blízkosti cieľa.

Jedinou centrálnou bankou z členských krajín EÚ mimo eurozóny nezúčastňujúcich sa na ERM II, ktorá znížila svoje kľúčové sadzby, bola Narodowy Bank Polski. Zníženie sa uskutočnilo v dvoch krokoch zo 4,5 % na 4 %. Dôvodom bol výraznejší pokles inflá-

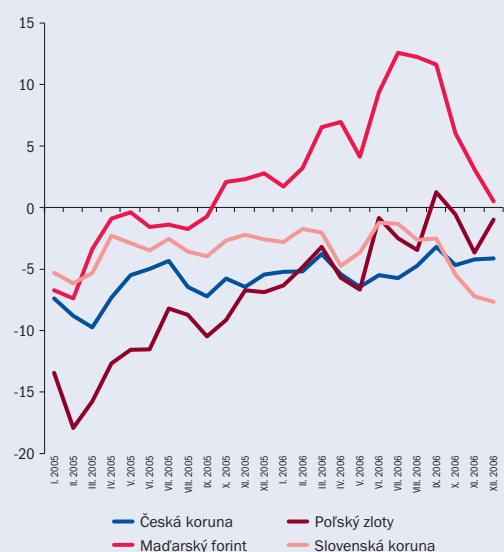
cie v porovnaní s očakávaniami, ako aj priaznivejší inflačný výhľad.

1.6 Vývoj v krajinách V4

Hospodársky rast v krajinách V4 si udržal dynamické tempo z roku 2005, pričom medzi priaznivé impulzy ekonomickej aktivity regiónu patrili hrubé investície vrátane priamych zahraničných investícií, ako aj čistý export. Inflačný vývoj v regióne sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom zrýchlil (s výnimkou Poľska), v poslednej tretine roka však bol priaznivo ovplyvnený klesajúcimi cenami ropy. Centrálna banka v regióne (okrem Narodowy Bank Polski) počas roka zvyšovali kľúčové sadzby o 50 – 200 bázických bodov. Počas roka česká i slovenská koruna zaznamenávali medziročnú apreciáciu, ktorá sa v súvislosti so zotavenou atraktivitou stredoeurópskeho regiónu v poslednej tretine roka ešte posilnila. Zmena nálady investorov súčasne prispela k spomaleniu depreciácie maďarského forintu. Relatívne silný apreciačný trend poľského zlotého z roku 2005 pokračoval aj v roku 2006, jeho dynamika sa však v priebehu roka znižovala. Vlády predstavili na jeseň aktualizácie konvergenčných programov, z ktorých vyplýva posunutie termínu prijatia eura v trojici susedných krajín za horizont roku 2010.

Česká ekonomika rástla rovnako ako v predchádzajúcom roku, reálne o 6,0 %, zmenila sa však štruktúra rastu. Znížil sa predtým dominantný impulz zo strany zahraničného obchodu, na druhej strane sa na raste významne podieľali hrubé investície a spotreba do-

Graf 21 Vývoj kurzov mien krajín V4 voči euru (medziročná zmena v %)

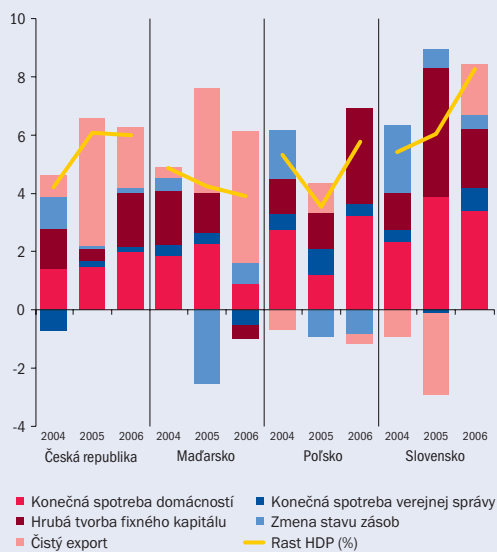


Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Poznámka: Záporné hodnoty znamenajú apreciáciu.

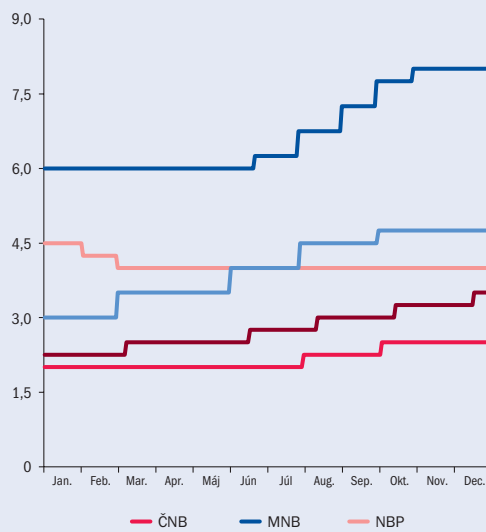
Graf 22 Príspevky k rastu HDP

(p. b.)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Graf 23 Vývoj kľúčových sadzieb národných centrálnych bánk (%)



Zdroj: Národné centrálné banky a ECB.

mácností. K rastu hrubej pridanej hodnoty najviac prispel spracovateľský priemysel, najmä výroba motorových vozidiel. Výrazné zvyšovanie počtu pracovných miest sa premietlo do poklesu miery nezamestnanosti na 7,1% (v roku 2005 7,9%). Priemerná miera HICP inflácie dosiahla 2,1% a v porovnaní s rokom 2005 sa tak zvýšila o 0,5 percentuálneho bodu. Tlmiaco na cenový vývoj aj naďalej pôsobili priemyselné tovary bez energií, zatiaľ čo ceny energií vzrástli. V priebehu roka bol vývoj inflácie ovplyvnený zvýšením príspevku regulovaných cien v prvých troch štvrtrokoch a jeho výrazným poklesom v poslednom štvrtroku (zníženie cien bývania). V rovnakom období sa oslabil aj prorastový vplyv cien potravín. K zníženiu inflácie v poslednom štvrtroku napomohli klesajúce ceny energetických komodít, ako aj posilňovanie českej koruny. V závere roka dosiahol kurz českej koruny historicky najvyššie úrovne voči euru aj americkému doláru.

Deficit bežného a kapitálového účtu platobnej bilancie sa oproti predchádzajúcemu roku zvýšil z 1,9% na 4,5% HDP. Toto zhoršenie odrážalo vplyv odlevu dividend a reinvestovaných ziskov v bilancii výnosov¹. Podiel salda obchodnej bilancie na HDP sa oproti roku 2005 zlepšil. Fiškálny vývoj bol na príjmovej strane ovplyvnený silným rastom ekonomiky. Naopak, výdavková strana odrážala vyššie dávky dôchodkového a sociálneho zabezpečenia, ako aj predčasné splatenie záruky voči ČNB za pohľadávky, ktoré ČNB prevzala v súvislosti so stabilizáciou bankového sektora. Deficit verejných financií tak (podľa definície o postupe pri nadmernom deficite)

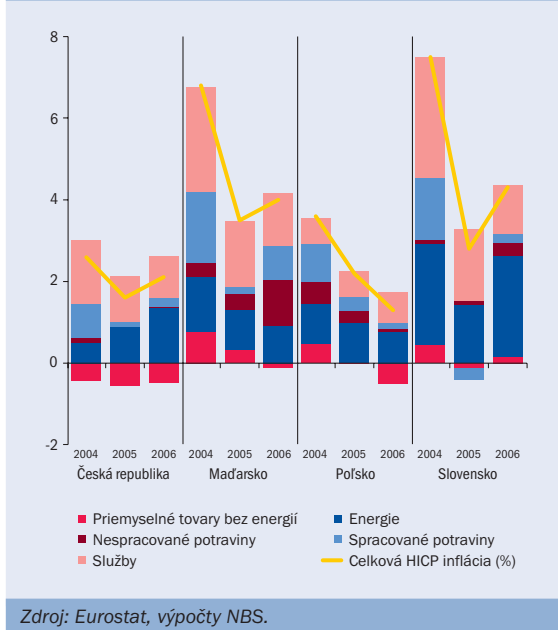
te) dosiahol 2,9% HDP (v roku 2005 3,5% HDP). ČNB zvýšila kľúčovú sadzbu celkovo o 50 bázických bodov, napriek tomu sa však záporný úrokový diferenciál voči sadzbe ECB ku koncu roka prehýbil o 0,75 percentuálneho bodu na 1 percentuálny bod. Rozhodnutia ČNB sa opierali o prognózu inflácie, ktorá predpokladala posun cyklickej pozície ekonomiky smerom nahor. Tieto rozhodnutia zohľadňovali aj riziká identifikované vo fiškálnom vývoji a rast sadzieb v eurozóne.

V roku 2006 bol ekonomický vývoj v **Maďarsku** výraznejšie ovplyvnený prijatím fiškálneho konsolidačného plánu v druhom polroku. Prijaté stabilizačné opatrenia sa prejavili v príbrzdení ekonomického rastu a zvýšení inflácie. Rast HDP sa mierne spomalil a dosiahol 3,9%. Dominantný príspevok čistého exportu k rastu z roku 2005 sa ešte zvýraznil. Vývoz zameraný najmä na stroje, chemické a kovové výrobky mal podporu v oživenom externom dopyte (najmä v dôsledku rastu nemeckej ekonomiky), ako aj v oslabujúcom forinte. Naopak, oproti predchádzajúcemu roku sa znížil impulz zo strany spotreby domácností a hrubých investícií. Medzníkom v smerovaní ekonomiky bolo júňové uvedenie fiškálneho konsolidačného plánu s reštriktívnym vplyvom na spotrebné a investičné rozhodnutia (zavedenie solidárnej dane pre právnické a fyzické osoby a dane z úrokových príjmov a kapitálového zisku od septembra). Miera nezamestnanosti oproti roku 2005 mierne vzrástla na 7,5%. Priemerná HICP inflácia dosiahla 4% a v porovnaní s rokom 2005 sa zvýšila o 0,5 percentuálneho bodu. V prvých mesiacoch

¹ Hodnotenie štruktúry bežného účtu platobnej bilancie za Českú republiku, Maďarsko a Poľsko vychádza z údajov za 1. – 3. štvrtrok 2006.

Graf 24 Príspevky k HICP inflácii

(p. b.)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

coch roka sa medziročná miera inflácie pohybovala na relatívne nízkych úrovniach, postupne sa však začala zvyšovať v dôsledku rastúcich inflačných očakávaní. Ďalšie zrýchlenie zaznamenal cenový vývoj od augusta, v dôsledku zvýšenia cien energií pre domácnosti a vplyvom zvyšovania nepriamych daní. S účinnosťou od septembra bola zvýšená DPH na základné potraviny a spotrebná daň na cigarety a alkohol. Medziročná miera inflácie sa tak v priebehu roka zrýchliła z 2,5 % v januári na 6,6 % v decembri.

Deficit bežného a kapitálového účtu oproti roku 2005 mierne poklesol, o 0,3 percentuálneho bodu na 5,6 % HDP. Finančný účet dosiahol výrazný prebytok, k čomu prispel vysoký prílev čistých priamych zahraničných investícií vo výške 6,2 % HDP (napr. predaj budapešťianskeho letiska). Zhoršenie deficitu verejných financií (podľa definície o postupe pri nadmernom deficite) na 9,2 % HDP v porovnaní so 7,8 % v roku 2005 bolo ovplyvnené výdavkami na protipovodňové opatrenia, odpustením irackého dlhu, armádnymi nákupmi, ako aj započítaním nákladov na výstavbu diaľnic a dôchodkovú reformu do deficitu (na rozdiel od praxe v predchádzajúcom období). Deficitné hospodárenie bolo šťastie tlmené zvýšením príjmov v súvislosti s fiškálnym konsolidačným plánom. Magyar Nemzeti Bank vníma potrebu sprísnenia me-

novej politiky v obave z nárastu inflačných očakávaní a vzniku sekundárnych efektov po administratívnych úpravách cien. Pri zvýšení kľúčovej sadzby celkovo o 200 základných bodov zohľadnila aj vyššiu rizikovú prémie maďarských aktív a oslabovanie forintu.

Reálny rast **poľskej ekonomiky** sa v porovnaní s rokom 2005 zrýchlił o 2,3 percentuálneho bodu na 5,8 %, pričom reflektoval priaznivý vývoj hrubých investícií a silnú spotrebu domácností motivovanú rastom reálneho disponibilného príjmu a spotrebiteľských úverov. Vysoký rast investičného dopytu (rast fixných investícií o 16,7 %) súvisel najmä s investíciami do leteckého a elektronického priemyslu, logistiky, ale aj ďalších odvetví. To sa priaznivo prejavilo v tvorbe pracovných miest a znížení miery nezamestnanosti na 13,8 % (v roku 2005 17,7 %). V dôsledku pokračujúceho odlivu pracovných síl do zahraničia a štrukturálnych zmien (zdravotníctvo, baníctvo, stavebníctvo, textilný priemysel) sa prehýbil problém nedostatku pracovníkov v niektorých segmentoch trhu. Poľsko má pritom relatívne vysokú flexibilitu pracovného trhu, charakterizovanú najvyšším podielom dohôd na čiastočný úväzok a na dobu určitú v regióne. Výsledný rast celkových nákladov práce (najsilnejší v sektore stavebníctva) však predstavuje inflačné riziko. Cenový vývoj sa v roku 2006 spomalil, keď priemerná HICP inflácia dosiahla 1,3 % v porovnaní s 2,2 % v roku 2005. Počas roka pôsobili tlmiaco na cenový vývoj posilňovanie zlatého, výrazný pokles cien odevov a v druhom polroku aj klesajúce ceny ropy. Ďalším faktorom bolo nastavenie regulačnej politiky, ktorá v plnej miere nezohľadňovala nárast cien energií od roku 2004.

Deficit bežného a kapitálového účtu dosiahol rovnako ako v predchádzajúcom roku 1,4 % z HDP. V rámci bežného účtu sa mierne zhoršilo saldo obchodnej bilancie a bilancie výnosov. Podobne ako v predchádzajúcom roku bol finančný účet prebytkový, najmä v dôsledku prílevu priamych zahraničných investícií. Deficit verejných financií (podľa definície o postupe pri nadmernom deficite) sa v porovnaní s rokom 2005 znížil o 0,4 percentuálneho bodu a dosiahol 3,9 % HDP. Zlepšenie fiškálneho hospodárenia bolo ovplyvnené príjmovou stránkou v súvislosti s vyšším ekonomickým rastom, ako aj zvyšovaním nepriamych daní. Narodowy Bank Polski znížila kľúčovú sadzbu v prvom štvrtroku celkovo o 0,5 percentuálneho bodu, pričom do konca roka ju vzhľadom na priaznivý vývoj inflácie ponechala nezmenenú na 4 %.