

Vonkajšie ekonomické prostredie



1 Vonkajšie ekonomické prostredie

1.1 Globálne trendy vývoja produkcie a cien

Medziročný rast svetovej ekonomiky sa v roku 2007 mierne spomalil, na 4,9% oproti 5,0% v roku 2006. Napriek tomu globálna ekonomika dosiahla relatívne silné úrovne rastu. Priaznivý vývoj globálnej ekonomiky bol zaznamenaný najmä v prvej polovici roka 2007. Druhý polrok bol negatívne ovplyvnený krízou na finančných trhoch a nepriaznivými vyhlídkami vývoja ekonomiky v USA. Finančná kríza, ktorá súvisela s vývojom v realitnom sektore v USA, mala za následok náhly nedostatok likvidity na finančných trhoch a zvýšenie averzie voči riziku. Došlo k prehodnoteniu rizika a presunu z rizikových do bezpečných aktív. Táto aktivita bola sprevádzaná zvýšenou volatilitou finančných trhov a obavami z výraznejšieho prenosu tejto krízy na vývoj globálnej ekonomiky. Kríza sa najviac dotkla finančných inštitúcií. Nefinančné inštitúcie neboli touto krízou výraznejšie zasiahnuté. Rovnako tiež kríza nemala vážnejší vplyv na globálnu ekonomickú aktivitu, okrem krátkodobej volatility na trhoch a výkyvov vo vývoji výmenných kurzov. Tlmiacim faktorom, ktorý bránil výraznejšiemu prehĺbeniu vplyvu finančnej krízy na svetovú ekonomiku bola práve silná ekonomická aktivita v rozvíjajúcich sa ekonomikách.

Ďalším faktorom, ktorý tlmil rast svetovej ekonomiky v závere roka 2007, bolo spomalenie vývoja ekonomi-

ky USA a obavy z jeho následného prenosu na globálnu ekonomiku. Ekonomické spomalenie v USA však v konečnom dôsledku nemalo taký výrazný dopad na globálnu ekonomiku ako sa predpokladalo.

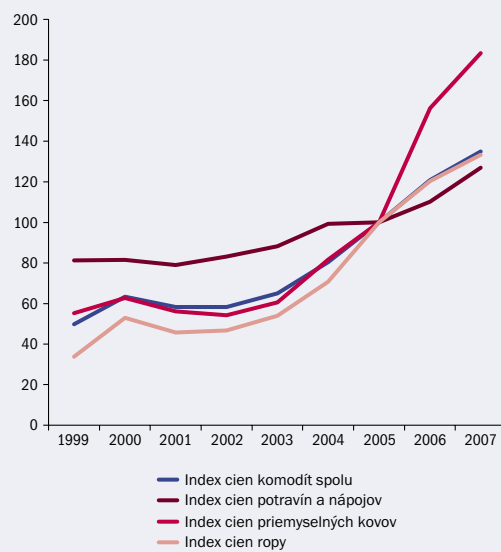
V roku 2007 došlo v dôsledku spomalenia globálnej economickej aktivity k zníženiu dynamiky rastu zahraničnoobchodnej výmeny, keď medziročný rast v roku 2007 dosiahol 6,6% oproti 9,2% v roku 2006. Spomalenie zahraničnoobchodnej výmeny medzi vyspelými ekonomikami bolo kompenzované rastom obchodu medzi rozvíjajúcimi sa ekonomikami, predovšetkým vzájomného intraregionálneho obchodu krajín juhovýchodnej Ázie.

Cenový vývoj v prvej polovici roka 2007 bol stabilizovaný a inflácia zostávala na relatívne nízkych úrovniach. V druhej polovici roka 2007 však dochádzalo k akcelerácii dynamiky rastu inflácie vplyvom vysokých cien ropy a agrokomodít. Priemerná ročná inflácia za rok 2007 dosiahla 3,9% oproti 3,4% v roku 2006. Medziročná inflácia ku koncu roka 2007 dosiahla 4,8% oproti 3,5% v roku 2006.

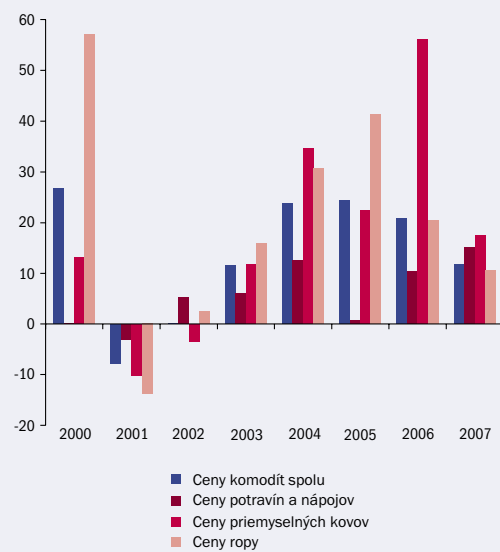
Cena ropy v priebehu roka 2007 zaznamenávala permanentný nárast, najmä v druhej polovici roka, keď dochádzalo k zrýchľovaniu medziročnej dynamiky jej rastu. V porovnaní so začiatkom roka vzrástla cena ropy na konci roka 2007 o 56,9% a v novembri

Tabuľka 1 Svetová produkcia	(medziročný rast v %)		
	2005	2006	2007
Svetová produkcia	4,4	5,0	4,9
Vyspelé ekonomiky	2,6	3,0	2,7
USA	3,1	2,9	2,2
Japonsko	1,9	2,4	2,1
Eurozóna	1,6	2,8	2,6
Rozvíjajúce sa ázijské krajiny	9,0	9,6	9,7
Čína	10,4	11,1	11,4
India	9,1	9,7	9,2
Rusko	6,4	7,4	8,1
Stredná a Latinská Amerika	4,6	5,5	5,6
Brazília	3,2	3,8	5,4
Bližky východ	5,7	5,8	5,8

Zdroj: World Economic Outlook, MMF, január 2008, Eurostat.

Graf 1 Vývoj cien
 (ceny v USD, index, rok 2005 = 100)


Zdroj: World Economic Outlook, MMF, apríl 2008.

Graf 2 Medziročná zmena cien komodít
 (%)


Zdroj: World Economic Outlook, MMF, apríl 2008.

dosiahla maximálnu hodnotu 95,55 USD/barel. Priemerná cena ropy v roku 2007 bola 72,80 USD/barel. Oproti priemernej cene v roku 2006, keď jej úroveň dosiahla 66,30 USD/barel, tak vzrástla o 9,8 %. V dôsledku vysokých cien ropy došlo k zníženiu dopytu po rope v krajinách OECD. Toto zníženie bolo kompenzované rastom dopytu v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Napriek zvýšeným príjmom ropných krajín a novým investíciám do ropného priemyslu zostávajú ťažobné a rafinérské kapacity naďalej obmedzené. Tento faktor, ako aj globálne napätie, depreciácia dolára, aktivita špekulatívnych investorov a hedžových fondov udržiavajú ceny ropy naďalej na vysokých úrovniach.

V prvej polovici roka 2007 dosiahli výrazný nárast aj ceny kovov a farebných kovov, a to najmä v dôsledku silného dopytu rozvíjajúcich sa ázijských ekonomik a taktiež v dôsledku nízkych spracovateľských kapacít priemyselných kovov. V druhej polovici roka však došlo k spomaleniu ich medziročnej dynamiky rastu. Napriek tomu ceny priemyselných kovov zaznamenali v roku 2007 najvyššiu medziročnú dynamiku rastu cien v rámci komodít.

K negatívnemu vývoju cien v druhom polroku výrazne prispeli ceny poľnohospodárskych a potravinárskych komodít. Ceny rástli najmä v dôsledku silného globálneho dopytu zo strany ázijských rozvíjajúcich sa ekonomik. Ďalším negatívnym faktorom vplyvajúcim na vývoj cien bola zvýšená produkcia biopalív, ktorá pôsobila najmä na rast cien obilnín. Nepriaznivé klimatické podmienky spôsobili výpadky v úrode agrokomodít, a tým aj nižšie úrody než sa očakávalo,

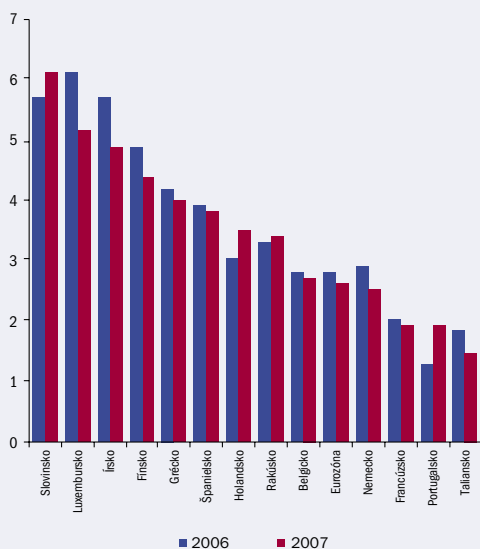
z čoho následne vyplýval tlak na rast cien. Na raste cien agrokomodít sa do značnej miery podieľali dlhodobé vysoké ceny ropy, ktoré spôsobovali zvyšovanie nákladov pre agroproducentov. Medziročná zmena cien agrokomodít zaznamenala v roku 2007 nárast o 15 %.

Kurzový vývoj vo svete bol charakterizovaný pokračujúcou apreciáciou eura voči americkému doláru, japonskému jenu, britskej libe a švajčiarskemu franku. Najvýraznejšie apreciovalo euro voči americkému doláru. Vývoj devízových kurzov bol v prvej polovici roka 2007 ovplyvnený predovšetkým slabým hospodárskym vývojom v USA a očakávaniami zmeny úrokových sadzieb v USA a eurozóne. V druhej polovici roka 2007 bol vývoj devízových kurzov výrazne ovplyvnený krízou na finančných trhoch.

1.2 Hospodársky vývoj v eurozóne

Hospodársky rast eurozóny sa v roku 2007 v porovnaní s rokom 2006 (2,8 %) mierne spomalil na 2,6 %. Tento vývoj bol ovplyvnený jednorazovým vplyvom zvýšenia DPH v Nemecku, ako aj negatívnym vplyvom vyšších cien potravín a energií na výšku disponibilného príjmu domácností a na spotrebiteľskú dôveru. Vývoj inflácie, ako aj turbulencie na peňažných trhoch prispeli k zhoršeniu spotrebiteľských očakávaní v druhej polovici roka 2007. Napriek narastajúcej neistote v druhej polovici roka 2007 dosahovala ekonomika eurozóny relatívne priaznivé výsledky. Nezamestnanosť v decembri 2007 zaznamenala výrazné zníženie

Graf 3 Rast HDP v krajinách eurozóny (%)



Zdroj: Eurostat.

Graf 4 Zmena dynamiky hospodárskeho rastu v roku 2007 oproti roku 2006 (p. b.)



Zdroj: Eurostat.

na 7,2% (v decembri 2006 dosiahla 7,8%) a pohybovala sa na historicky najnižších úrovniach.

V roku 2007 dosiahla dynamika celkovej priemernej inflácie meranej HICP 2,1%, t. j. o 0,1 percentuálneho bodu menej ako v predchádzajúcich dvoch rokoch. Avšak priemer roku 2007 je výsledkom dvoch rozdielnych vývojových tendencií. Medziročná miera inflácie bola vo všeobecnosti do konca leta stabilná na úrovni pod 2%. Jej úroveň sa v septembri 2007, po prvýkrát od augusta 2006, mierne zvýšila a naďalej rástla až na 3,1% (v novembri a decembri 2007).

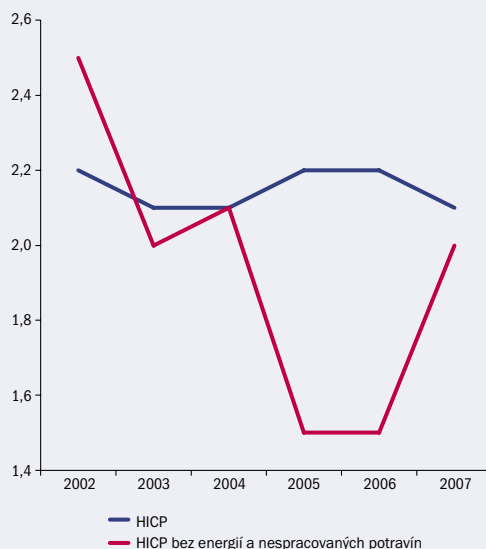
Inflácia bola do veľkej miery determinovaná silným nárastom cien energií a potravín. Nárast cien ropy začiatkom roku 2007 a jeho vplyv na ceny energií bol redukovaný základným efektom až do konca augusta 2007. Následne však spojenie nárastu cien ropy a nepriaznivého základného efektu spôsobilo podstatné zvýšenie úrovne celkového HICP. Príspevok cien nespracovaných potravín k rastu spotrebiteľských cien bol počas celého roku 2007 zvýšený. Ceny spracovaných potravín začali rásť od konca leta a prispeli k vyššej miere inflácie počas posledných mesiacov roku. Ceny potravín vo všeobecnosti rástli rýchlejšie tak na úrovni výrobcov, ako aj spotrebiteľov.

Medziročná miera rastu cien priemyselných výrobcov dosiahla v roku 2007 úroveň 2,8%, čo je podstatne nižšia hladina ako v predchádzajúcich dvoch rokoch (4,1% v roku 2005 a 5,1% v roku 2006). Hlavným dôvodom tohto vývoja bol základný efekt, ktorý v značnej miere ovplyvnil energetické komponenty a trval do začiatku druhej polovice roka. Od septembra začala

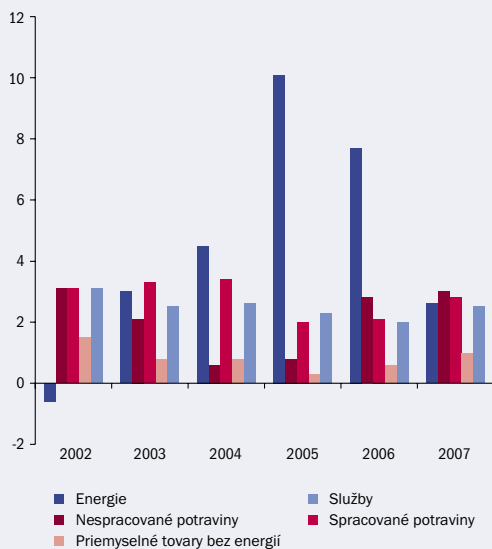
byť medziročná miera cien energetických výrobcov tlačaná hore nárastom cien ropy, poľnohospodárskych komodít a základným efektom.

V priebehu roka sa výmenný kurz eura voči k americkému doláru zhodnotil takmer o 11%. Na začiatku roka 2007 malo euro voči ostatným menám depreciačný trend. V dôsledku pozitívneho ekonomického vývoja v eurozóne však došlo k zastaveniu

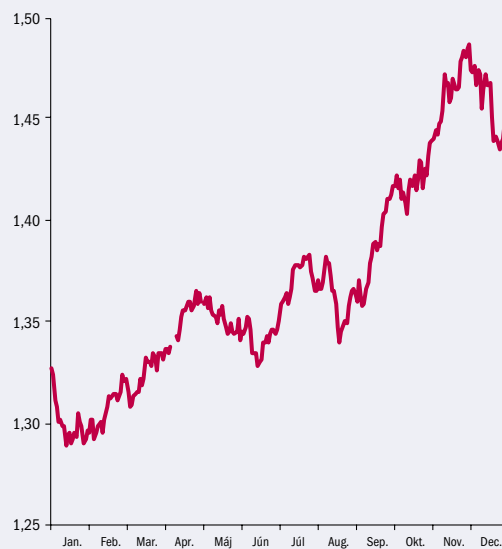
Graf 5 Vývoj inflácie v eurozóne (%)



Zdroj: Eurostat.

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

Zdroj: Eurostat.

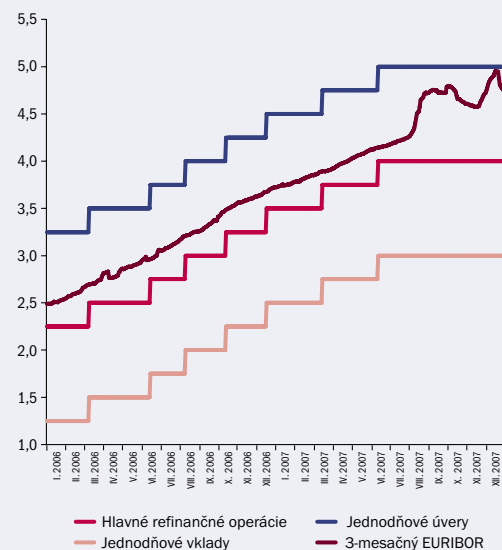
Graf 7 Vývoj výmenného kurzu USD/EUR v roku 2007

Zdroj: ECB.

depreciačného trendu a euro začalo postupne voči ostatným menám apreciovať. Výraznú volatilitu do vývoja výmenných kurzov priniesla kríza na finančných trhoch, ktorá mala za následok zvýšenie averzie voči riziku a prehodnocovanie miery rizika. V dôsledku obáv o likviditu na peňažnom trhu, vyplývajúcich z finančnej krízy, euro výrazne apreciovalo najmä voči americkému doláru. K deprecii dolára prispeli aj slabé ekonomické údaje a pokračujúca hypotekárna kríza. Tento trend bol v priebehu celého roku ovplyvňovaný obavami z výraznejšieho spomalenia hospodárskeho rastu v USA, ako aj z najnovšieho vývoja na americkom trhu nehnuteľností. V máji a v auguste sa zhodnocovanie eura zmiernilo, v dôsledku priaznivých výsledkov indikátorov dôvery v USA a nižšej ochoty európskych bankových domov udržať investície na americkom trhu nehnuteľností. Po septembrovom znížení sadzieb federálnych fondov o 0,5 percentuálneho bodu na 4,75% pokračovalo zhodnocovanie eura aj v nasledujúcich mesiacoch. Naďalej bolo ovplyvňované pretrvávajúcimi obavami z výraznejšieho ako očakávaného vplyvu krízy realitného trhu v USA na americkú ekonomiku.

Počas roku 2007 vykonávala ECB menovú politiku v prostredí zdravého ekonomického rastu. V priebehu roka reagovala na riziká, ktoré by mohli ohroziť cenovú stabilitu a zvýšila kľúčové úrokové sadzby dvakrát, v máji a v júni, celkovo o 50 bázických bodov. Základná úroková sadzba ECB vzrástla z úrovne 3,5% v decembri 2006 na 4,0% v júni 2007. Aj napriek zvyšujúcim sa rizikám spojeným s vývojom na finančných trhoch od augusta 2007, ktoré by mohli

vplývať na cenovú stabilitu negatívne, sa riadiaca rada ECB rozhodla ponechať v druhej polovici roka hlavné úrokové sadzby nezmenené. V súvislosti s nestabilnou situáciou na finančných trhoch ECB rozhodla o dvoch dodatočných dlhodobých refinančných operáciách.

Graf 8 Úrokové sadzby ECB a EURIBOR (%)

Zdroj: ECB.

1.3 Vývoj v krajinách V4

V roku 2007 zaznamenali ekonomiky Českej republiky a Poľska v porovnaní s predchádzajúcim rokom mierne zvýšenie hospodárskeho rastu, ktorý bol ovplyvňovaný hlavne spotrebou a investíciami. Naopak, dynamika rastu HDP v Maďarsku poklesla, čím sa potvrdil trend spomaľovania ekonomiky z predchádzajúceho roka. Medziročná inflácia sa zrýchlila v celom regióne V4, najmä z dôvodu rastúcich cien potravín a energií. Vplyvom pozitívnej nálady investorov v regióne maďarský forint a poľský zlotý v prvej polovici roka voči euru posilňovali, v druhom polroku sa v dôsledku krízy na svetových finančných trhoch apreciačné tendencie zastavili. V porovnaní so zlotým a forintom zaznamenala česká koruna protichodné trendy, čo súviselo s jej využívaním ako financujúcej meny pri carry trade obchodoch. Úrokové sadzby v regióne zvyšovali Česká národná banka (ČNB) a Narodowy Bank Polski (NBP); Magyar Nemzeti Bank (MNB) naopak úrokové sadzby znižovala.

Česká republika si udržala relatívne vysoký hospodársky rast z minulých období. V porovnaní s rokom 2006 sa rast HDP zrýchlil o 0,1 percentuálneho bodu na 6,5 %. Na raste ekonomiky sa tak ako predchádzajúci rok významne podieľali tvorba investícií a spotreba – najmä spotreba domácností. Jej rast ovplyvňovalo znižovanie miery nezamestnanosti, rast hrubého disponibilného dôchodku a vysoká spotrebiteľská dôvera. Miera nezamestnanosti sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom znížila o 1,8 percentuálneho bodu na 5,3 %.

Priemerná ročná miera inflácie meranej HICP dosiahla 3 %, čo bolo o 0,9 percentuálneho bodu viac ako v roku 2006. V porovnaní s predchádzajúcim rokom sa najviac zvýšili ceny spracovaných potravín, kde sa hlavne v prvej polovici roka prejavilo zvýšenie spotrebných daní z tabaku. V druhom polroku boli ceny potravín ovplyvnené najmä globálnymi faktormi. Okrem potravín rástli aj ceny energií.

Vývoj kurzu českej koruny bol v porovnaní s ostatnými menami v regióne čiastočne odlišný. V prvom štvrtroku česká koruna mierne zaostávala, pravdepodobne z dôvodu záporného úrokového diferenciálu voči ostatným menám V4. Za oslabovaním koruny v druhom štvrtroku stálo uzatváranie carry trade obchodov, pri ktorých boli zapožičané české koruny investované do vyššie úročených aktív v cudzích menách. V druhom polroku (v dôsledku rastúcej averzie voči riziku a následnému zatváraní carry trade obchodov) začala koruna opäť apreciovať. K posilňovaniu kurzu prispievalo aj zvyšovanie úrokových sadzieb zo strany ČNB a očakávaná trhu ohľadom ich ďalšieho rastu.

Graf 9 Vývoj kurzov mien krajín V4 voči euru (medziročná zmena v %)



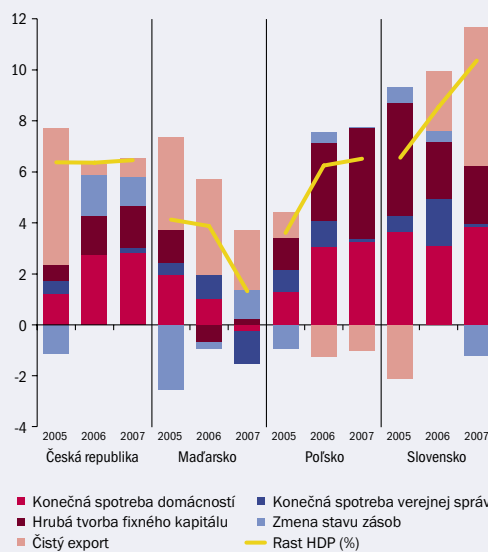
Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Poznámka: Záporné hodnoty znamenajú apreciáciu.

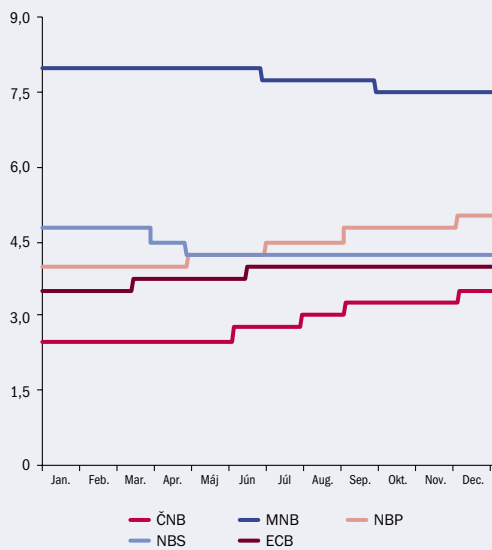
Česká národná banka počas roka zvýšila základnú úrokovú sadzbu celkovo o jeden percentuálny bod na 3,5 % z dôvodu inflácie, ktorá bola vyššia ako očakávaná hodnota. Ďalšou príčinou zvyšovania úrokových sadzieb bola otvárajúca sa produkčná medzera a jej možný negatívny dopad na českú ekonomiku.

Graf 10 Príspevky k rastu HDP

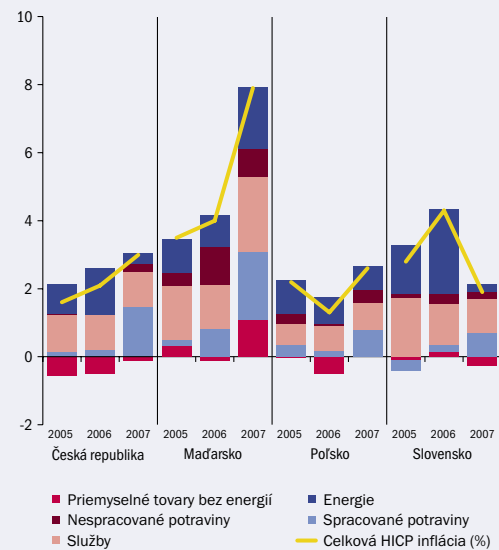
(p. b.)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

**Graf 11 Vývoj kľúčových sadziieb národných centrálnych bánk (%)**

Zdroj: Národné centrálné banky a ECB.

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

Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Maďarská ekonomika v roku 2007 pokračovala v spomaľovaní, keď sa rast HDP znížil o 2,6 percentuálneho bodu na 1,3 %. Za znížením ekonomického rastu stál pokles spotreby domácností a výdavkov vlády v dôsledku administratívnych zmien a fiškálnych opatrení z roku 2006. K rastu ekonomiky prispieval najmä čistý export a tvorba zásob. Miera nezamestnanosti oproti roku 2006 mierne poklesla na 7,4 %.

Inflácia medziročne vzrástla o 3,9 percentuálneho bodu na 7,9 %. K zrýchľovaniu rastu cenovej hladiny najviac prispievali služby, potraviny a úprava regulovaných cien z januára 2007. V cenách tovarov a služieb sa taktiež prejavoval efekt zvýšenia DPH zo septembra 2006. V závere roka sa inflácia zrýchľovala vplyvom globálneho rastu cien potravín a ropy.

Kurz maďarského forintu sa od januára 2007 posilňoval, v dôsledku pozitívnej nálady investorov a záujmu o meny stredoeurópskeho regiónu. Dlhodobý apreciačný trend (od augusta 2006) sa skončil v druhej polovici roka, keď kurz začala ovplyvňovať začínajúca sa kríza likvidity v USA a s ňou spojená neistota na finančných trhoch. Nárast averzie investorov k riziku sa spomedzi krajín V4 najviac prejavil na kurze maďarského forintu, ktorý sa následne oslaboval až do konca roka 2007.

MNB počas roka znižovala úrokové sadzby dvakrát. Na svojom júnovom zasadnutí znížila úrokovú sadzbu o 0,25 percentuálneho bodu v dôsledku znižujúcej sa inflácie, ktorá podľa predikcie dosiahla svoj vrchol a mala naďalej klesať. K ďalšej redukcii o 0,25

percentuálneho bodu na 7,5 % došlo v septembri z dôvodu spomalenia ekonomiky a pretrvávajúceho poklesu domáceho dopytu.

Ekonomický rast v **Poľsku** sa zrýchľil o 0,3 percentuálneho bodu na 6,5 %. Podobne ako v Českej republike boli zdrojom rastu investície a spotreba domácností. Investičná aktivita rástla vo všetkých oblastiach, najmä však v podnikovom sektore. Spotrebiteľské výdavky ovplyvňoval nárast reálnych príjmov domácností, ktoré však rástli rýchlejšie ako produktivita. Rast domáceho dopytu bol tiež výsledkom zlepšenia na trhu práce, keď nezamestnanosť v porovnaní s rokom 2006 poklesla o 4,2 percentuálneho bodu na 9,6 %.

Inflácia v Poľsku sa zrýchľila o 1,3 percentuálneho bodu na 2,6 %. Podobne ako v ostatných krajinách V4 v porovnaní s predchádzajúcim rokom najviac rástli ceny potravín a energií ovplyvnené globálnymi faktormi. Cenová hladina bola taktiež ovplyvnená rastom príjmov domácností a následným zvýšeným dopytom. Zároveň sa znížil tlmiaci vplyv cien priemyselných tovarov bez energií.

Kurz poľského zlotého bol v prvej polovici roka ovplyvnený prevažne domácimi faktormi. Zlepšenie ratingu, dobrá makroekonomická situácia a očakávania zvýšenia úrokových sadziieb sprevádzané poklesom rizikovej averzie na trhoch rozvíjajúcich sa krajín (emerging markets) mali za následok posilnenie kurzu voči euru. Depreciácia poľského zlotého v druhom polroku súvisela s turbulenciami na finančných trhoch.



V závere roka vplyvom zvyšovania úrokových sadzieb kurz opäť aprecioval.

NBP zvýšila v priebehu roka 2007 svoju referenčnú úrokovú sadzbu štyrikrát, celkovo o jeden percentu-

álny bod na 5 %. Medzi hlavné dôvody zvyšovania sadzieb patrila rast ekonomiky nad úroveň potenciálu, rýchlejšia rast miezd v porovnaní s produktivitou práce, ako aj rastúca inflácia v závere roka, ktorá presiahla hornú hranicu odchýlky od inflačného cieľa NBP.