



Vývoj svetovej ekonomiky v roku 2007

Marek Árendáš, Rastislav Čársky,
Tomáš Kendera, Mariana Kollárová
Národná banka Slovenska

Článok opisuje vývoj svetovej ekonomiky a vybraných menových a ekonomických oblastí v roku 2007. Okrem globálnych vývojových trendov mapuje aj základné tendencie cien energetických surovín a neenergetických komodít. Opisuje vývoj v hlavných menových oblastiach predovšetkým v USA a v eurozóne. Zameriava sa však aj na ekonomický vývoj členských krajín EÚ, ktoré nie sú súčasťou eurozóny, pričom poskytuje podrobnejší pohľad na hospodárstvo susedných krajín – Českej republiky, Poľska a Maďarska.

GLOBÁLNE TRENDY VÝVOJA

Medziročný rast svetovej ekonomiky sa v roku 2007 mierne spomalil na 4,9% oproti 5,0% v roku 2006. 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 USA, mala za následok náhly nedostatok likvidity na finančných trhoch a zvýšenie averzie voči riziku. Došlo k preceňovaniu 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 výkyvom vo vývoji výmenných kurzov. Tlmiacim faktorom, ktorý bránil výraznejšiemu prehĺbeniu finančnej krízy na svetovú ekonomiku, bola práve silná ekonomická aktivita v rozvíjajúcich sa ekonomikách.

Ďalším tlmiacim faktorom v závere roka 2007 bolo spomalenie vývoja ekonomiky USA a obavy z následného dopadu na globálnu ekonomiku. Ekonomické spomalenie v USA však v konečnom dôsledku nemalo výrazný vplyv na globálnu ekonomiku, ako sa predpokladalo.

Čenový 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 miera inflácie 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 cena ropy na konci roka 2007 vzrástla o 56,9% a v novembri 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

Tab. 1 Vývoj svetovej produkcie podľa jednotlivých oblastí (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
Bližký východ	5,7	5,8	5,8

Zdroj: World Economic Outlook IMF z januára 2008, Eurostat.



USD/barel a vzrástla o 9,8 %. V dôsledku vysokých cien ropy došlo k zníženiu dopytu po rope v krajinách OECD. Tento pokles bol kompenzovaný rastom dopytu v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Napriek zvýšeným príjmom ropných krajín a novým investíciám do ropného priemyslu zostávajú ťažobné a rafinárske 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 výrazne vzrástli aj ceny kovov a farebných kovov, a to najmä v dôsledku silného dopytu rozvíjajúcich sa ázijských ekonomik a tiež 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.

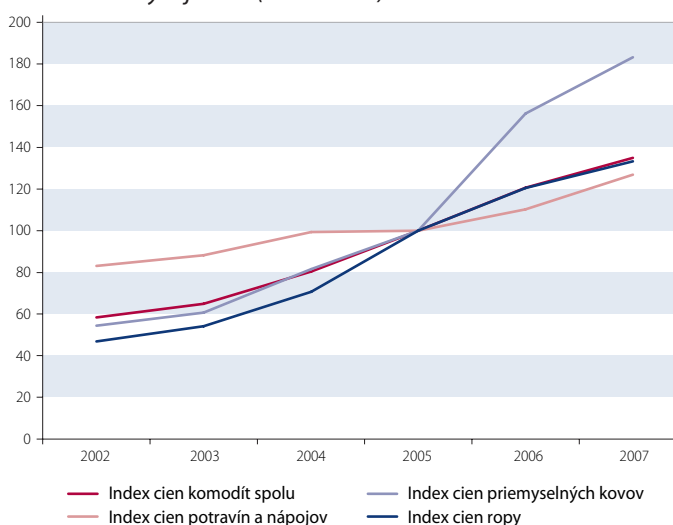
K negatívnemu vývoju cien v druhom polroku výrazne prispeli ceny poľnohospodárskych a potravinárskych komodít. Ceny rástli najmä v dôsledku silného globálneho dopytu zo strany ázijských rozvíjajúcich sa ekonomik. Ďalším negatívnym faktorom bola zvýšená produkcia biopalív, ktorá pôsobila najmä na rast cien obilnín. Nepriaznivé klimatické podmienky spôsobili výpadky v úrode agrokomodít, z čoho následne vyplýval tlak na rast cien. Na raste cien agrokomodít sa do značnej miery podieľali dlhodobovo vysoké ceny ropy, ktoré spôsobovali zvyšovanie nákladov pre agroproducentov. Ceny agrokomodít medziročne vzrástli v roku 2007 o 15 %.

Kurzový vývoj vo svete bol charakteristický pokračujúcou apreciáciou eura voči americkému doláru, japonskému jenu, britskej libe a švajčiarskemu franku. Najvýraznejšie bolo zhodnocovanie eura voči americkému doláru. Vývoj devízových kurzov bol v prvej polovici roka 2007 ovplyvnený predovšetkým slabým hospodárskym rastom v USA a očakávaniami vývoja úrokových sadzieb v USA a eurozóne. V druhej polovici roka 2007 bol vývoj devízových kurzov výrazne ovplyvnený krízou na finančných trhoch. Najvýraznejšie sa to prejavilo pri japonskom jene, ktorý sa krátkodobo výrazne zhodnocoval voči euru v dôsledku obmedzenia „carry trade“ obchodovania.

V roku 2007 došlo v dôsledku spomalenia globálnej ekonomickej aktivity k zmierneniu dynamiky rastu zahranično-obchodnej výmeny, keď medziročný rast v roku 2007 dosiahol 6,6 % oproti 9,2 % roku 2006. Spomalenie zahranično-obchodnej výmeny medzi vyspelými ekonomikami bolo kompenzované rastom obchodu medzi rozvíjajúcimi sa ekonomikami, predovšetkým však vďaka vzájomnému intraregionálnemu obchodu krajín juhovýchodnej Ázie.

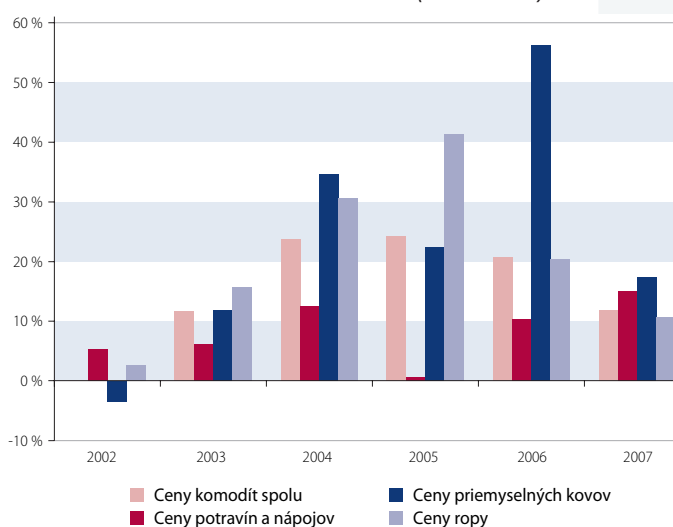
Vyspelé ekonomiky zaznamenali v roku 2007 opätovne deficity na bežných účtoch platobnej bilancie. Oproti roku 2006 však došlo všeobecne vo vyspelých ekonomikách k zníženiu dynamiky rastu deficitu bežných účtov. Ekonomiky rozvojo-

Graf 1 Index vývoja cien (2005 = 100)



Zdroj: World Economic Outlook IMF z apríla 2008.

Graf 2 Medziročná zmena cien komodít (2005 = 100)



Zdroj: World Economic Outlook IMF z apríla 2008.

Graf 3 Zmena denných výmenných kurzov eura voči vybraným menám v porovnaní s východiskom roka 2007 (1. 1. 2007 = 100)



Zdroj: ECB.



1 Údaje sú za agregát EA 15.

vých a rozvíjajúcich sa ekonomík dosiahli aj v roku 2007 prebytky bežných účtov. Dynamika rastu prebytkov na bežných účtoch sa však s výnimkou rozvíjajúcich sa ázijských ekonomík a ostatných rozvíjajúcich krajín sa spomalila. Najväčšie prebytky, najmä vďaka príjmom z ropy, dosiahli krajiny Blízkeho východu a niektoré krajiny Spoločenstva nezávislých štátov.

HOSPODÁRSKY VÝVOJ V USA

Ekonomický rast v USA zaznamenal v roku 2007 spomalenie na 2,2% oproti 2,9% v roku 2006. Spomaľovanie tempa ekonomického rastu sa z roku 2006 prenieslo aj na začiatok roka 2007. Po miernom zrýchlení dynamiky ekonomického rastu v priebehu roka 2007 došlo ku koncu roka v dôsledku hypotekárnej krízy a turbulencií na finančných trhoch k opätovnému spomaleniu. Na ekonomický vývoj v USA negatívne vplývala najmä kríza na realitnom trhu, pokles investícií v realitnom sektore a spomalenie bytovej výstavby.

K hospodárskemu rastu najviac prispela súkromná spotreba domácností, export tovarov a služieb a zvýšenie federálnych a štátnych výdavkov. Dynamika rastu súkromnej spotreby domácností, ktorá má najväčší podiel na tvorbe HDP, sa medziročne zmiernila aj v roku 2007 na 2,9% z 3,1% v roku 2006. Najväčšie spomalenie bolo zaznamenané pri výdavkoch domácností na tovary dlhodobej spotreby. Napriek tomu, že výdavky domácností boli negatívne ovplyvnené vysokými cenami energií, hypotekárnou krízou a turbulenciami na finančných trhoch, zostala súkromná spotreba domácností na relatívne vysokej úrovni. V roku 2007 na domácnosti aj naďalej pozitívne vplýval rast miezd a úroveň zamestnanosti. Miera nezamestnanosti zostala v roku 2007 nezmenená oproti predchádzajúcemu roku a dosiahla úroveň 4,6%. Výrazne negatívny vplyv na ekonomický rast mal pokles súkromných investícií, predovšetkým v oblasti realitného sektora. Rast podnikových investícií aj napriek zníženiu dynamiky zostal na relatívne silnej úrovni najmä vďaka priaznivému vývoju ziskovosti podnikov.

Priemerná dvanásťmesačná inflácia v roku 2007 poklesla na 2,9%, z 3,2% v predchádzajúcom roku. Cenový vývoj sa zrýchľoval najmä na začiatku roka 2007 v dôsledku rastu cien energií a na konci roka v dôsledku rastu cien agrokomodít a energií. Vývoj jadrovej inflácie mal podobný priebeh ako pri celkovej inflácii. K zrýchľovaniu jej dynamiky rastu dochádzalo na začiatku a na konci roka. Medziročne však došlo k jej poklesu na 2,3% z 2,5% v predchádzajúcom roku.

Deficit bežného účtu sa v roku 2007 znížil na 5,3% HDP, v porovnaní so 6,2% HDP v predchádzajúcom roku. Obchodná bilancia v roku 2007 bola prvý raz od roku 1995 pozitívna. Dynamika exportu rástla vďaka depreciácii reálneho efektívneho výmenného kurzu dolára a relatívne silnému rastu globálnej ekonomiky. Oproti roku 2006 zaznamenal rast najmä export v oblasti služieb. Na strane importu došlo v dôsledku oslabenia spotrebiteľského dopytu v USA k výraznému spoma-

leniu dynamiky rastu importu, a to predovšetkým v oblasti tovarov.

V roku 2007 došlo k pozitívnemu vývoju vo fiskálnej oblasti, keď sa deficit verejných financií v porovnaní s rokom 2006 znížil z 1,9% HDP na 1,2% HDP. Zlepšenie nastalo vďaka rastu daňových príjmov a tiež vďaka zníženiu vládnych výdavkov. Na základe rozhodnutia Kongresu Spojených štátov sa má do roku 2012 dosiahnuť vyrovnaný rozpočet.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) Federálneho rezervného systému (Fed) počas prvého polroka 2007 ponechal cieľovú sadzbu federálnych fondov nezmenenú na úrovni 5,25%. V druhej polovici roka po turbulenciách na finančných trhoch znížil cieľovú sadzbu federálnych fondov v troch krokoch o 100 bázických bodov na 4,25%, a tiež na štyroch po sebe nasledujúcich zasadnutiach znížil diskontnú sadzbu o 150 bázických bodov na 4,75%. Týmto došlo k zníženiu rozpätia spredu medzi cieľovou sadzbou a diskontnou sadzbou na 50 bázických bodov.

Po prepuknutí krízy Fed stanovil dočasné podmienky na poskytnutie aukčných facilití (Term Auction Facility, TAF) úverovým inštitúciám na medzibankovom trhu. Na základe týchto dočasných facilití došlo k predĺženiu doby splatnosti a k zmierneniu podmienok na akceptovanie kolaterálov oproti štandardným nástrojom používaným v operáciách na voľnom trhu. V spolupráci s ECB a Švajčiarskou národnou bankou (SNB) sa Fed dohodol na dočasných intervenciách na zabezpečenie dostatočnej dolárovej likvidity v krajinách, ktoré patria do pôsobnosti týchto dvoch bánk.

HOSPODÁRSKY VÝVOJ V EUROZÓNE

V roku 2007 sa hospodársky rast eurozóny 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 ekonomika eurozóny dosahovala relatívne priaznivé výsledky. Nezamestnanosť znamenala výrazné zníženie na 7,2% v decembri 2007 (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 počas sledovaného obdobia. Medziročná miera inflácie bola vo všeobecnosti do konca leta stabilná na úrovni pod 2%. Po prvýkrát od augusta 2006 sa jej úroveň v septembri 2007 zvýšila mierne nad túto hranicu a naďalej rástla až na 3,1% (november a december 2007).

V roku 2007 bola inflácia do veľkej miery determinovaná silným nárastom cien energií a po-



travín. Rast cien ropy začiatkom roku 2007 a jeho vplyv na ceny energií bol redukovaný základným efektom až do konca augusta 2007. Následne 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 od konca leta rásť a prispeli k vyššej miere inflácie počas posledných mesiacov roka. Ceny potravín vo všeobecnosti rástli rýchlejšie tak na úrovni výrobcov, ako aj spotrebiteľov.

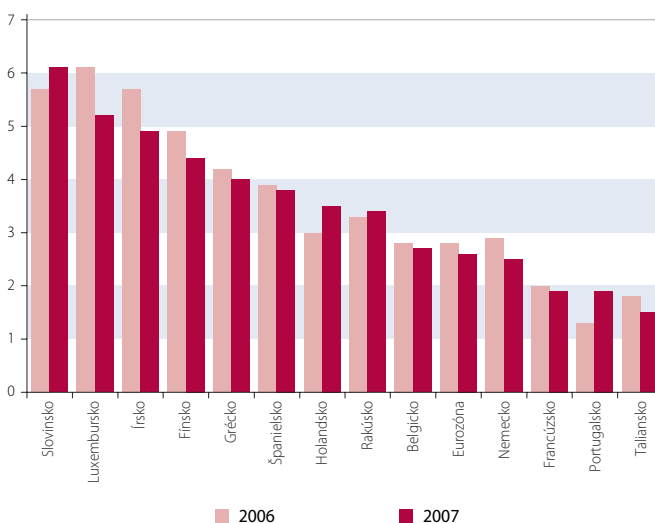
Medziročná miera rastu cien priemyselných výrobcov dosiahla v roku 2007 úroveň 2,8%, čo je podstatne nižšia hladina ako v predchádzajúcich dvoch rokoch (4,1% v roku 2005 a 5,1% v roku 2006). Hlavným dôvodom tohto vývoja bol základný efekt, ktorý v značnej miere ovplyvnil energetické komponenty a trval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

V roku 2007 zaznamenal bežný účet platobnej bilancie eurozóny¹ prebytok 26,4 mld. EUR (0,3% HDP), v porovnaní s deficitom 1,3 mld. EUR v roku 2006. Bolo to ovplyvnené najmä prebytkom bilancie tovarov a čiastočne bilancie služieb. Naproti, mierne zhoršenie nastalo v bilancii výnosov a bežných transferov.

V priebehu roka sa výmenný kurz eura zhodnotil vo vzťahu k americkému doláru takmer o 11%. Na začiatku roka 2007 malo euro depreciačný trend voči ostatným menám. V dôsledku pozitívneho ekonomického vývoja v eurozóne však došlo k zastaveniu depreciačného trendu a euro sa začalo postupne zhodnocovať voči ostatným menám. 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, vyplývajúcej z finančnej krízy, sa euro výrazne posilnilo najmä voči americkému doláru. K deprecii dolára prispeli aj nie najlepšie ekonomické údaje a pokračujúca hypotekárna kríza. Tento trend v priebehu celého roka ovplyvňovali obavy z výraznejšieho spomalenia hospodárskeho rastu v USA, ako aj z najnovšieho vývoja na americkom trhu nehnuteľností. V máji a auguste sa zhodnocovanie eura zmiernilo v dôsledku priaznivých výsledkov indikátorov dôvery v USA a nižšej ochoty európskych bánk udržať investície na americkom trhu nehnuteľností. Po septembrovom znížení sadzieb federálnych fondov o 0,5 percentuálneho bodu na 4,75% zhodnocovanie eura pokračovalo aj v nasledujúcich mesiacoch. Naďalej bolo ovplyvňované pretrvávajúcimi obavami z výraznejšieho ako očakávaného vplyvu krízy realitného trhu v USA na americkú ekonomiku.

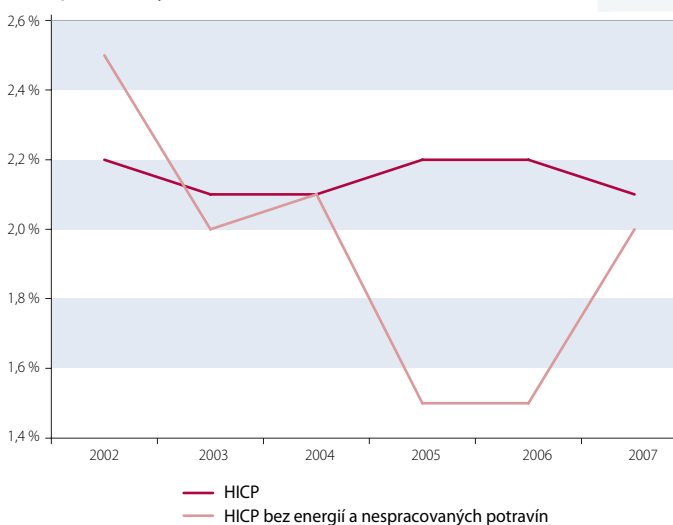
Napriek tomu, že sa hospodársky rast eurozóny v porovnaní s minulým rokom spomalil, fiškálny vývoj bol v roku 2007 relatívne priaznivý. Deficit verejných financií eurozóny v roku 2007 dosiahol

Graf 4 Rast HDP v krajinách eurozóny v rokoch 2006 a 2007



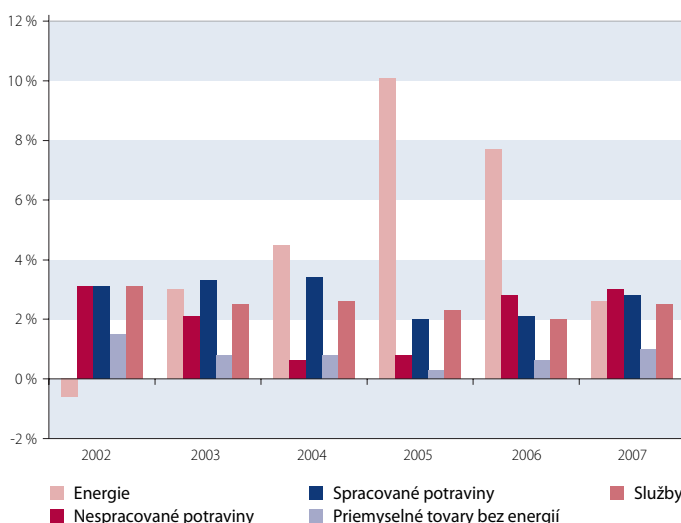
Zdroj: Eurostat.

Graf 5 Vývoj celkovej inflácie HICP a inflácie HICP bez energií a nespracovaných surovín v eurozóne



Zdroj: Eurostat.

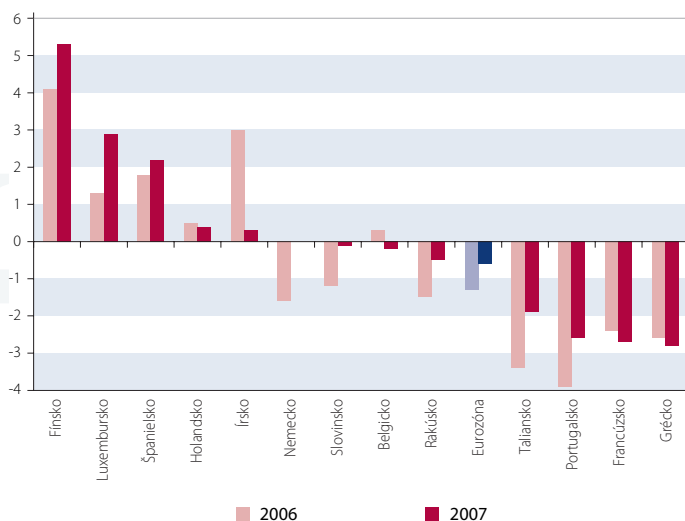
Graf 6 Medziročná zmena jednotlivých zložiek inflácie HICP v eurozóne



Zdroj: Eurostat.



Graf 7 Pozícia verejných financií eurozóny v roku 2006 a 2007 (% HDP)



Zdroj: Eurostat.

0,6% HDP, v porovnaní s 1,3% HDP v roku 2006. V roku 2007 bol zrušený postup pri nadmernom deficite v Nemecku a Francúzsku. Deficit v Portugalsku a Taliansku, v krajinách eurozóny, na ktoré bol počas roku 2007 uplatňovaný postup pri nadmernom deficite, sa podarilo znížiť pod 3% HDP a v súčasnosti žiadna krajina eurozóny nepresahuje túto hranicu. Prebytok verejných financií v roku 2007 dosiahli Fínsko, Luxembursko, Španielsko, Holandsko a Írsko.

Pri tomto vývoji v oblasti verejných financií v roku 2007 verejný dlh v eurozóne mierne klesol na 66,3%, v porovnaní so 68,4% v roku 2006. Tento vývoj bol odrazom poklesu verejného dlhu vo všetkých krajinách s výnimkou Írska, Francúzska a Luxemburska, pričom v týchto krajinách bol nárast verejného dlhu minimálny.

ECB vykonávala počas roku 2007 menovú politiku v prostredí relatívne priaznivého ekonomického vývoja. V priebehu roka reagovala na riziká, ktoré by mohli ohroziť cenovú stabilitu a zvýšila

klúčové úrokové sadzby dvakrát, v máji a v júni, celkovo o 50 základných 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 Rada guvernérov 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. Tie boli poskytnuté v objeme 40 mld. EUR v auguste 2007 a následne v septembri v objeme 75 mld. EUR so splatnosťou tri mesiace. Obnovené boli v novembri a v decembri, obe v objeme po 60 mld. EUR.

HOSPODÁRSKY VÝVOJ V KRAJINÁCH EÚ NEPATRIACICH DO EUROZÓNY

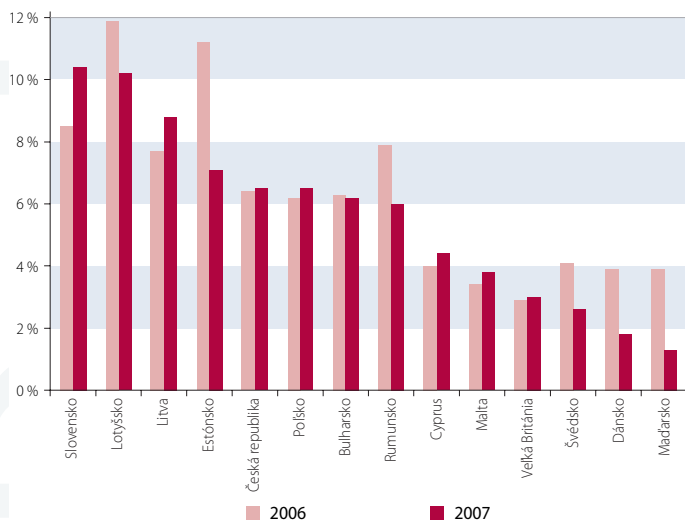
Ekonomický rast bol v roku 2007 vo väčšine členských krajín EÚ nepatriacich do eurozóny pomerne vysoký. Medzi jednotlivými ekonomikami však podobne ako v predchádzajúcom roku pretrvávali rozdiely. Najvyššie miery reálneho rastu dosahovalo Slovensko a pobaltské štáty (od 7% do vyše 10%). Pomerne vysoké miery ekonomickej aktivity zaznamenali aj Česká republika, Poľsko, Bulharsko a Rumunsko (6% a viac). Najnižší ekonomický rast dosiahli Dánsko (1,8%) a Maďarsko (1,3%). V ostatných krajinách (na Cypre, Malte, vo Veľkej Británii a Švédsku) malo tempo rastu ekonomiky pomerne priaznivé úrovne (2,6% až 4,4%).

Vo väčšine krajín prispieval k ekonomickému rastu v rozhodujúcej miere domáci dopyt. Súkromná spotreba bola podporovaná zvyšovaním reálneho disponibilného príjmu, rastúcimi mzdami a zamestnanosťou. Investičný dopyt aj naďalej profitoval z relatívne priaznivých podmienok financovania, prílevu prostriedkov zo štrukturálnych fondov EÚ, ale v niektorých krajinách bol podporovaný aj rýchlym úverovým rastom.

Napriek relatívne silnému zahraničnému dopytu bol príspevok čistého exportu k ekonomickému rastu vo väčšine členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny záporný. Tento vývoj reflektoval relatívne silný domáci dopyt, ktorý sa premietal do predstihu rastu dovozov pred vývozmi. Kladný príspevok čistého exportu k ekonomickému rastu dosiahli len Slovensko, Maďarsko, Malta a Česká republika.

Inflácia meraná HICP sa v roku 2007 vo väčšine členských krajín EÚ nepatriacich do eurozóny výraznejšie zvýšila. Najvyššie úrovne dosahovala v pobaltských štátoch, Maďarsku, Bulharsku a Rumunsku (priemerná ročná inflácia sa v týchto krajinách pohybovala medzi 4,9% a 10,1%). Pod úrovňou dvoch percent sa priemerná ročná inflácia nachádzala na Malte, Švédsku, Dánsku a Slovensku (v rozpätí 0,7% až 1,9%). Keďže zrýchľovanie cenového rastu sa realizovalo najmä v priebehu druhého polroka, resp. poslednej tretiny roka 2007, je badateľnejšie skôr pri pohľade na medziročnú decimetrovú infláciu ako na priemernej ročnej inflácii.

Graf 8 Ekonomický rast v rokoch 2006 a 2007



Zdroj: Eurostat.



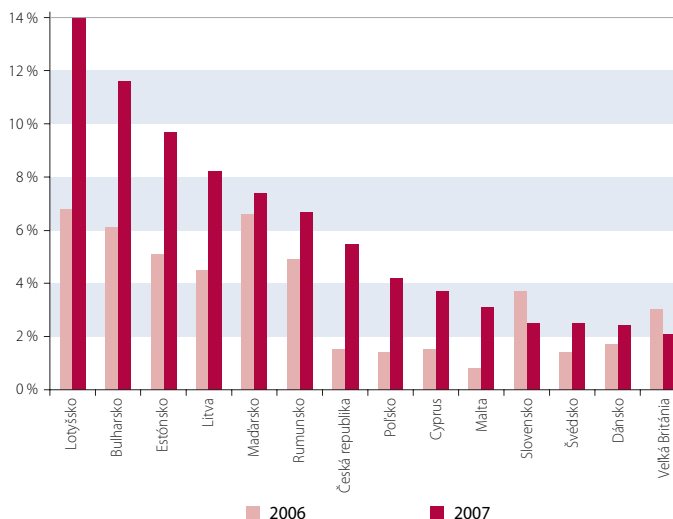
Rast inflácie v krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny, najmä v druhej polovici roka 2007 do značnej miery súvisel s celosvetovým trendom rastu cien potravín a energií. V niektorých krajinách bol však inflačný vývoj ovplyvnený aj silným domácim dopytom sprevádzaným relatívne dynamickým mzdovým vývojom.

Pomerne dynamický rast cien energií zaznamenali najmä pobaltské štáty a Maďarsko. Relatívne mierne rástli ceny energií na Slovensku, vo Švédsku a Dánsku a na Malte dokonca poklesli. Cenový rast potravín bol tiež relatívne rýchly a najvyššiu dynamiku dosahoval rovnako v pobaltských štátoch a Maďarsku, ale aj v Bulharsku. Najnižšie rástli ceny potravín v Rumunsku, na Slovensku a vo Švédsku.

Vývoj na bežných účtoch platobnej bilancie bol v rámci jednotlivých krajín EÚ nepatriacich do eurozóny pomerne rôznorodý. Kým Švédsko a Dánsko zaznamenali prebytky bežných účtov, ostatné krajiny vykázali deficity. Tie sa v porovnaní s rokom 2006 vo väčšine krajín prehĺbili. Zníženie schodkov bežného účtu platobnej bilancie zaznamenali len Malta, Slovensko, Maďarsko a Česká republika. Najvyššie deficity bežného účtu, presahujúce 20 % HDP, dosiahli Lotyšsko a Bulharsko. V Estónsku, Litve a Rumunsku sa deficity pohybovali nad úrovňou 10 % HDP. Vo viacerých krajinách súviseli deficity bežného účtu s procesom dobiehania vyspelých ekonomík, v niektorých ekonomikách však úroveň týchto deficitov odrážala stav cyklickej pozície a domáce dopytové tlaky.

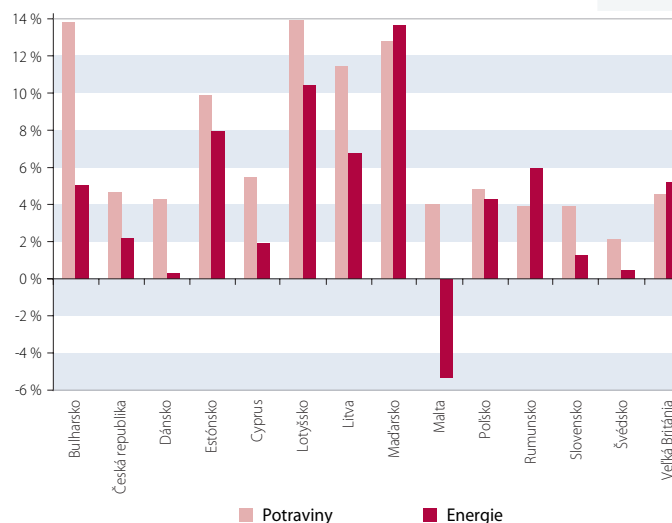
Vývoj výmenných kurzov členských krajín EÚ nepatriacich do eurozóny do značnej miery odrážal kurzové režimy v jednotlivých krajinách. Národné meny Dánska, Estónska, Cypru, Lotyšska, Litvy, Malty a Slovenska sa zúčastňovali na ERM II. S výnimkou dánskej koruny, pre ktorú sa uplatňovalo zúžené fluktuáčne pásmo $\pm 2,25\%$, sa pre výmenné kurzy týchto krajín uplatňovalo štandardné fluktuáčne pásmo $\pm 15\%$ okolo centrálnej parity. Niektoré z týchto krajín však prijali jednostranný záväzok udržiavať užšie fluktuáčne pásma. Estónska koruna a litovský litas vstúpili do ERM II v režime menovej rady (currency board). Malta prijala záväzok udržiavať kurz maltskej líry na úrovni centrálnej parity a Lotyšsko sa zaviazalo udržiavať kurz latsu v rámci fluktuáčneho pásma $\pm 1\%$. Výmenné kurzy dánskej koruny, estónskej koruny, cyperskej libry, litovského litasu a maltskej líry boli v priebehu roka 2007 stabilné a pohybovali sa v blízkosti ich centrálnych parít. V porovnaní s rokom 2006 zaznamenal vyššiu volatilitu lotyšský lats, aj keď jeho kurz nevybočil z jednostranne prijatého užšieho fluktuáčneho pásma. Tlak na lotyšskú menu súvisel s februárovým zhoršením budúceho výhľadu Lotyšska agentúrou Standard & Poor's a nepodloženými správami o možnej devalvácii centrálnej parity. Lotyšská centrálna banka na podporu meny intervenovala na devízových trhoch a dvakrát zvýšila refinančnú sadzbu, kumulatívne o 1 percentuálny bod. Druhýkrát sa výmenný kurz lotyšského latsu dostal pod tlak v septembri po znížení ratingu

Graf 9 Medziročná miera inflácie (HICP)



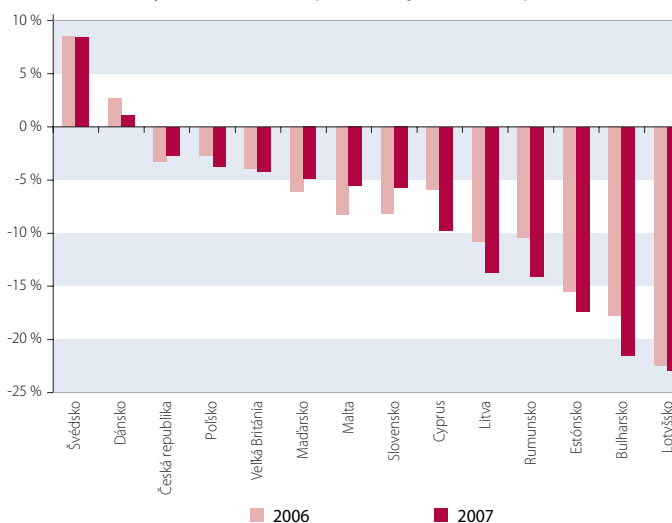
Zdroj: Eurostat.

Graf 10 Priemerný ročný rast cien potravín a energií v roku 2007



Zdroj: Eurostat.

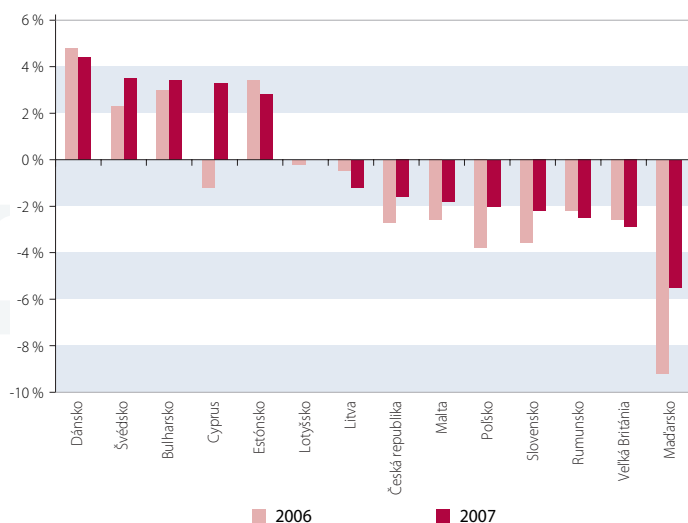
Graf 11 Deficity bežného účtu platobnej bilancie – podiel na HDP



Zdroj: Eurostat.



Graf 12 Deficity verejných financií – podiel na HDP



Zdroj: Eurostat.

agentúry Moody's. Pri tejto príležitosti však Latvijs Banka neintervenovala. Výraznejší apreciačný trend zaznamenávala už od polovice roka 2006 slovenská koruna a v priebehu prvého štvrtroka dosiahla hodnoty nad úrovňou centrálnej parity. Na základe žiadosti Slovenska bola 16. marca 2007 centrálna parita slovenskej koruny voči euru revalvovaná o 8,5 %. V ďalšom období bol výmenný kurz koruny v podstate stabilný a pohyboval sa v apreciačnej časti fluktuálneho pásma.

Vývoj výmenných kurzov krajín, ktoré sa nezúčastňovali na ERM II, bol dosť odlišný. Apreciačný trend zaznamenával poľský zlotý a do istej miery aj česká koruna. V porovnaní s východiskom roka sa tieto meny posilnili voči euru o 6,6% (PLZ), resp. 3,3% (CZK). Naopak najvýraznejšie oslabenie voči euru zaznamenala predovšetkým v poslednej tretine roka anglická libra, ktorá sa ku koncu decembra v porovnaní s východiskom roka znehodnotila voči euru o 9,1 %. Tento vývoj súvisel so zhoršením vyhladok ekonomického rastu, najmä s oslabovaním trhu nehnuteľností. Znehodnotenie voči euru zaznamenali aj rumunský lei a švédská koruna, o 6,7%, resp. 4,7 %. Výmenný kurz maďarského forintu sa napriek určitým fluktuáciám v priebehu roka 2007 takmer nezmenil a v porovnaní s východiskom roka ku koncu decembra sa oslabil o menej ako 1 %. Kurz bulharského leva bol v priebehu celého roka 2007 stabilný a odrážal tak kurzový režim menovej rady s fixným kurzom voči euru na úrovni 1,95583 BGN/EUR.

V oblasti verejných financií aj v roku 2007 pretrvávali relatívne výrazné rozdiely medzi jednotlivými krajinami. Kým Dánsko, Švédsko, Bulharsko, Cyprus a Estónsko zaznamenali prebytky verejných financií a Lotyšsko malo vyrovnané hospodárenie, ostatné krajiny dosiahli deficity verejných financií. Ku koncu roka 2007 sa postup pri nadmernom deficite vzťahoval na Českú republiku, Maďarsko, Poľsko a Slovensko. S výnimkou Maďarska však tieto krajiny v roku 2007 znížili svoje deficity verejných financií výrazne pod 3 % z HDP. V priebehu roka 2007 bol zrušený postup

pri nadmernom deficite v prípade Malty a Veľkej Británie.

Väčšina centrálnych bánk participujúcich na ERM II prijala v priebehu roka 2007 opatrenia na sprísnenie menovej politiky. Tie vo viacerých prípadoch nasledovali zvyšovanie kľúčových sadzieb ECB.

Българска народна банка (Bulharská národná banka), Eesti Pank a Lietuvos bank nemali vzhľadom na uplatňované režimy menovej rady žiadne oficiálne sadzby. Importovali teda sadzby určované ECB. Bulharská národná banka zrušila v januári požiadavku na dodatočnú tvorbu rezerv pre banky prekračujúce úverové limity, súčasne však s cieľom zmiernenia úverového rastu zvýšila sadzbu povinných minimálnych rezerv o 4 percentuálne body na 12 %. Vzhľadom na zvýšenú volatilitu výmenného kurzu a vysokú infláciu pristúpila Latvijs Banka v máji 2007 k zvýšeniu kľúčových sadzieb o 1 percentuálny bod na 6 %. Viackrát tiež intervenovala na devízových trhoch.

Danmarks Nationalbank kopírovala kroky ECB a zvýšila svoju hlavnú menovo-politickú sadzbu v dvoch krokoch na 4,25 %. Central Bank of Cyprus zvýšila v dvoch krokoch (marec a jún) svoje sadzby na jednoduché úvery a vklady kumulatívne o 0,5 percentuálneho bodu na 5,0%, resp. 3,0 %. Cieľom týchto krokov bolo postupne zaviesť maržu vo výške jedného percentuálneho bodu medzi týmito sadzbami a hlavnou refinančnou sadzbou, ktorá sa pohybovala na úrovni 4,5 %. V decembri Central Bank of Cyprus znížila svoju hlavnú refinančnú sadzbu o 0,5 percentuálneho bodu na 4% a zjednotila tak pred zavedením eura úroveň svojich oficiálnych úrokových sadzieb so sadzbami ECB. Central Bank of Malta zvýšila v priebehu roka 2007 svoju hlavnú menovo-politickú sadzbu dvakrát o 0,25 percentuálneho bodu (v januári a máji) na 4,25 %. Reagovala tak najmä na pokračujúci pokles devízových rezerv, ako aj zvyšovanie sadzieb ECB. V rámci príprav na zavedenie eura, podobne ako na Cypre, znížila Central Bank of Malta v decembri svoju hlavnú menovo-politickú sadzbu o 0,25 percentuálneho bodu a zosúladiť ju s úrovňou v eurozóne. Vzhľadom na priaznivý inflačný výhľad znížila Národná banka Slovenska svoju hlavnú menovo-politickú sadzbu v dvoch krokoch (v marci a apríli) kumulatívne o 0,5 percentuálneho bodu.

Menovo-politické rozhodnutia centrálnych bánk nezúčastňujúcich sa na ERM II sa líšili predovšetkým v závislosti od cyklickej pozície krajiny a inflačného výhľadu. Vzhľadom na relatívne silný hospodársky rast a vyššie predikcie inflácie zvýšili svoje kľúčové sadzby Česká národná banka (v dvoch krokoch, kumulatívne o 0,75 percentuálneho bodu na 3,25%), Narodowy Bank Polski (v štyroch krokoch, kumulatívne o 1,0 percentuálneho bodu na 5%) a Sveriges Riksbank (v troch krokoch, kumulatívne o 1,0 percentuálneho bodu na 4%). Dynamický hospodársky rast a vysoká inflácia boli tiež dôvodom na zvýšenie hlavnej menovo-politickej sadzby Bank of England v troch krokoch o 0,75 percentuálneho bodu na 5,75 %.



V dôsledku zhoršujúceho sa výhľadu ekonomického rastu však koncom roka znížila kľúčovú sadzbu o 0,25 percentuálneho bodu.

V súvislosti so spomaľujúcou sa dynamikou inflácie a zlepšovaním vyhládok dosiahnutia strednodobého inflačného cieľa Magyar Nemzeti Bank znížila svoje kľúčové sadzby v dvoch krokoch o 0,5 percentuálneho bodu na 7,5 %. Zlepšujúci sa výhľad inflácie spolu s rýchlejšou ako očakávanou apreciáciou meny v prvej polovici roka 2007 boli dôvodom na zníženie menovo-politických sadzieb Banca Națională a României v štyroch krokoch, kumulatívne o 1,75 percentuálneho bodu na 7 %. V poslednom štvrtroku však boli menovo-politické sadzby zvýšené o 0,5 percentuálneho bodu ako reakcia na zhoršenie inflačného výhľadu v dôsledku ponukových šokov a dopytových tlakov.

VÝVOJ V KRAJINÁCH V4

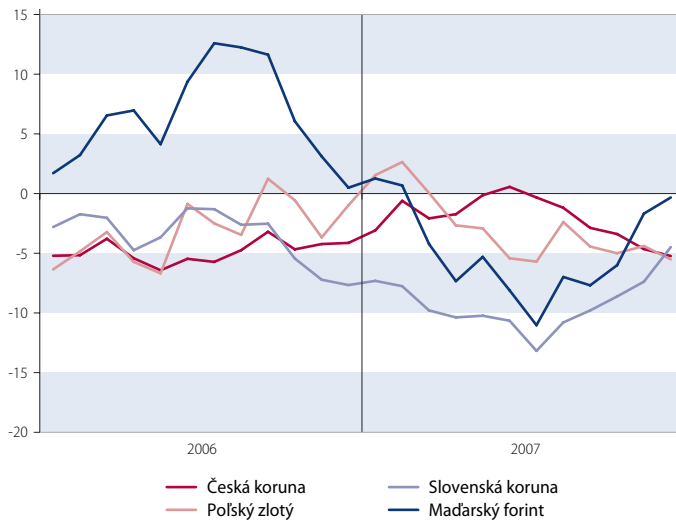
V roku 2007 zaznamenali ekonomiky ČR a Poľska v porovnaní s predchádzajúcim rokom mierne zvýšenie hospodárskeho rastu, ktorý bol podporovaný hlavne spotrebou a investíciami. Naopak v Maďarsku dynamika rastu HDP poklesla, čím sa potvrdil trend spomaľovania ekonomiky z predchádzajúceho roka. Medziročná inflácia sa zrýchlila v celom regióne V4, najmä z dôvodu rastúcich cien potravín a energií. Vplyvom pozitívnej nálady investorov v regióne sa maďarský forint a poľský zlotý v prvej polovici roka posilňovali voči euru, v druhom polroku sa apreciačné tendencie zastavili v dôsledku krízy na svetových finančných trhoch. 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. Oproti roku 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 HICP inflácie 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 zaostáva-

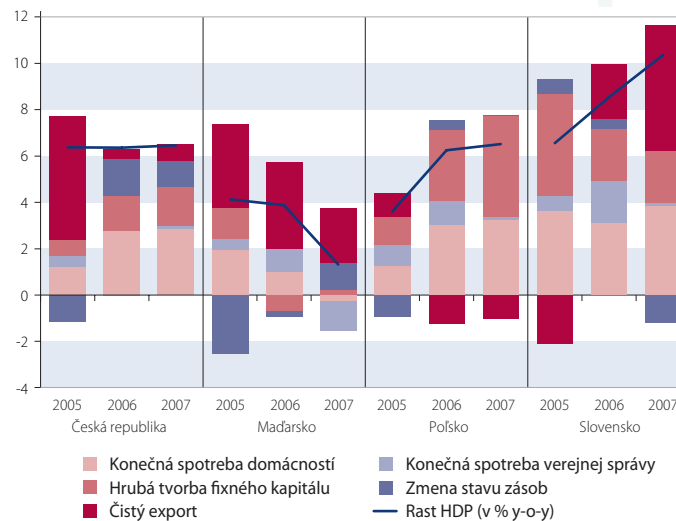
Graf 13 Kurzy mien V4 voči euru (medziročná zmena v %)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

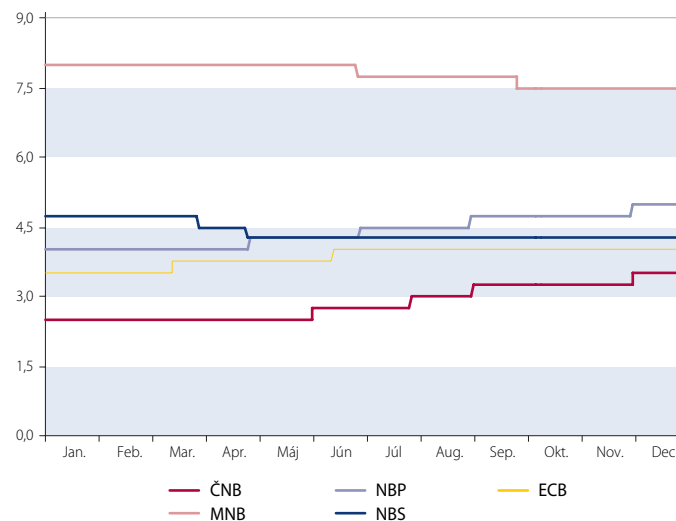
Poznámka: Záporné hodnoty znamenajú apreciáciu.

Graf 14 Príspevky k rastu HDP (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

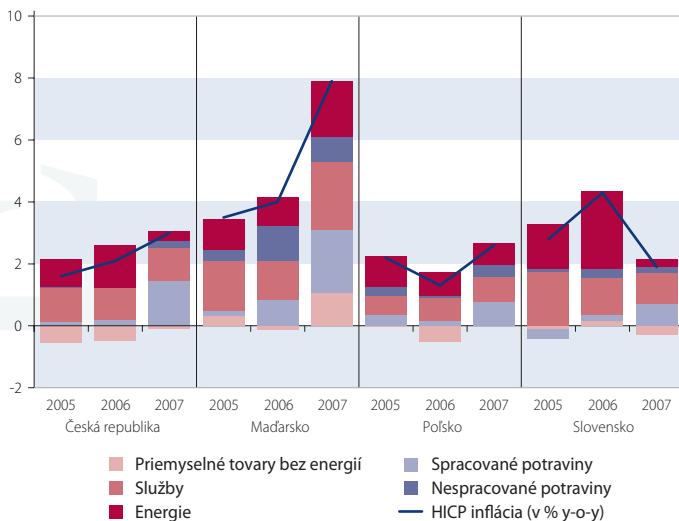
Graf 15 Vývoj kľúčových sadzieb NCB (p. a.)



Zdroj: NCB, ECB.



Graf 16 Príspevky k inflácii HICP (p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

la voči ostatným menám V4, pravdepodobne kvôli zápornému úrokovému diferencálu. Za oslabovaním koruny v druhom štvrtroku bolo uzatváranie „carry trade“ obchodov, pri ktorých boli požičané české koruny investované do vyššie úročených aktív v cudzích menách. V druhom polroku (v dôsledku rastúcej averzie voči riziku a následného zatvárania „carry trade“ obchodov) sa začala koruna opäť posilňovať. K posilňovaniu kurzu prispievalo aj zvyšovanie úrokových sadzieb zo strany ČNB a očakávaná ich ďalšieho rastu.

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.

Maďarská ekonomika v roku 2007 pokračovala v spomaľovaní, keď sa rast HDP znížil o 2,6 percentuálneho bodu na 1,3%. Zníženie ekonomického rastu ovplyvnil pokles spotreby domácností a výdavky 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 vďaka pozitívnej nálahe 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. Rast averzie investorov k riziku sa spomedzi krajín V4 najviac prejavil na kurze maďarského forintu, ktorý následne oslaboval až do konca roka 2007.

Magyar Nemzeti Bank počas roka znižovala úrokové sadzby dvakrát. Na svojom júnovom zasadnutí znížila úrokovú sadzbu o 0,25 percentuálneho bodu kvôli znižujúcej sa inflácii, 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 zrýchlil o 0,3 percentuálneho bodu na 6,5%. Podobne ako v ČR boli zdrojom rastu investície a spotreba domácností. Investičná aktivita rástla vo všetkých oblastiach, najmä v podnikovom sektore. Spotrebiteľské výdavky ovplyvňovali rast 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 zrýchlila 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 ovplyvnená aj 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 očakávaná zvýšenia úrokových sadzieb sprevádzané poklesom rizikovej averzie na rozvíjajúcich sa trhoch 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.

Narodowy Bank Polski zvýšila v priebehu roka 2007 svoju referenčnú úrokovú sadzbu štyrikrát, celkovo o jeden percentuálny bod na 5%. Medzi hlavné dôvody zvyšovania sadzieb patrili rast ekonomiky nad úroveň potenciálu, rýchlejší rast miezd v porovnaní s produktivitou práce, ako aj rastúca inflácia v závere roka, ktorá presiahla hornú hranicu odchýlky od inflačného cieľa NBP.