



Medzinárodná ekonomika na pozadí prehĺbenia finančnej krízy

Marek Árendáš, Rastislav Čársky, Tomáš Kendera
Národná banka Slovenska

Nasledujúci článok¹ sa zaoberá vývojom globálnej ekonomiky a vybraných menových a ekonomických oblastí (USA, Eurozóna, krajiny stredoeurópskeho regiónu – Maďarsko, Poľsko a Česká republika) v období po septembrovom krachu Lehman Brothers. Práve táto udalosť poukázala na obrovský rozsah problémov finančného sektora a viedla k výraznému prehĺbeniu krízy. Negatívne sa to podpísalo aj na makroekonomickom vývoji a globálnom poklese hospodárstva. Najvýraznejšie boli zasiahnuté vyspelé ekonomiky – USA a eurozóna, postupne sa však nepriaznivé dopady krízy prelievajú aj na rozvíjajúce sa ekonomiky a nové členské krajiny EÚ, teda regióny, ktoré donedávna charakterizovali vysoké tempá hospodárskeho rastu. V neposlednom rade článok poukazuje aj na menovo-politické opatrenia jednotlivých centrálnych bánk zamerané na tlmenie vplyvu finančnej krízy na hospodárstvo.

¹ Text vychádza z údajov dostupných k 13. 3. 2009.

GLOBALNÉ MAKROEKONOMICKÉ PROSTREDIE

Výrazné problémy bankového sektora USA na konci 3. štvrťroku 2008 značne prehĺbili krízu na finančných trhoch a mali signifikantný podiel na výraznom spomalení globálnej ekonomiky vo 4. štvrťroku. Kým v priebehu roka 2008 sa spomalenie ekonomickej aktivity kvôli sprísňovaniu úverových podmienok a turbulenciám na finančných trhoch týkalo najmä vyspelých ekonomík, rozvíjajúce sa ekonomiky vďaka silnému domácejmu dopytu zostávali relatívne rezistentné voči kríze. Prehĺbenie finančnej krízy na začiatku 4. štvrťroka však výrazne zasiahlo práve krajiny rozvíjajúcich sa ekonomík. V dôsledku problémov bankového sektora došlo ku globálnemu sprísňovaniu úverových podmienok, k výraznému obmedzeniu kapitálových tokov, k zvýšeniu nákladov na externé prefinancovanie a zhoršeniu podnikateľskej a spotrebiteľskej dôvery. V krajinách rozvíjajúcich sa ekonomík došlo k výraznej depreciácii ich mien, signifikantnému spomaleniu ekonomického rastu, resp. k poklesu. V dôsledku tohto vývoja došlo ku globálnej synchronizácii hospodárskeho cyklu, keď všetky krajiny spoločne zaznamenávajú ekonomické problémy.

Vo 4. štvrťroku 2008 vývoj HDP v krajinách OECD zaznamenal najväčší pokles od roku 1960, a to o 1,5% v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom. Na medziročnej báze ekonomika poklesla o 1,1% v porovnaní s rastom 0,8% v 3. štvrťroku. Kým ukazovatele spotrebiteľskej a podnikateľskej dôvery sa v predchádzajúcich štvrťrokoch nachádzali pod hranicou 100, resp. 50 bodov, čo signalizuje pretrvávajúce negatívne očakávaní eko-

nomického vývoja, v poslednom štvrťroku došlo k výraznému prepadu v rámci týchto indikátorov. Indikátory dôvery zaznamenávali v priebehu 4. štvrťroka kontinuálny prepád dôvery a v decembri dosiahli svoje historicky najnižšie úrovne.

Cenový vývoj vo 4. štvrťroku bol tak ako v predchádzajúcom štvrťroku výrazne ovplyvnený vývojom cien komodít a globálnym poklesom ekonomickej aktivity. V decembri miera inflácie v krajinách OECD dosiahla svoju najnižšiu úroveň od začiatku roka 2008, a to 1,5%. Ceny energií v decembri medziročne poklesli o 8,9% (v septembri bol medziročný rast cien energií 18,9%) a ceny potravín vzrástli v decembri medziročne o 6,0% (oproti medziročnému rastu 6,8% v septembri). Priemerná inflácia za rok 2008 v krajinách OECD vzrástla na 3,7% oproti 2,5% v roku 2007. Jadrová inflácia sa v decembri mierne spomalila na 2,0% oproti 2,4% v septembri.

Prehĺbenie finančnej krízy znamenalo pre globálnu ekonomiku výrazné spomalenie jej ekonomickej aktivity a ekonomické indikátory signalizujú jej ďalšie spomalenie. Znamenalo tiež zvýšenie rizík a zvýšenie neistoty budúceho ekonomického vývoja. Ekonomický pokles mal za následok zníženie cien komodít, ktorý sa prejavil v zmiernení inflačných tlakov.

KOMODITY

Ku koncu 3. štvrťroka vplyvom výrazného prehĺbenia finančnej krízy došlo k signifikantnému poklesu cien ropy a tento vývoj cien pokračoval aj vo 4. štvrťroku. Priemerná cena ropy vo 4. štvrťroku bola na úrovni 55 USD/barel (v 3. štvrťroku bola na úrovni 115 USD/barel), čo predstavuje oproti



3. štvrťroku pokles o 53 %. Na konci decembra cena ropy dosiahla úroveň 35,82 USD/barel. Priemerná cena ropy v roku 2008 bola 97 USD/barel. V priebehu januára a februára 2009 došlo k stabilizácii cien ropy a priemerná cena dosiahla 43 USD/barel.

Výrazné napätie na finančných trhoch a spomalenie globálnej ekonomickej aktivity, pokles dopytu po ropu a uzatvárania pozícií investorov na trhu s ropou mali v druhom polroku hlavný vplyv na pokles cien ropy. K poklesu dopytu po ropu dochádzalo v druhom polroku už nielen v krajinách OECD, ale aj v rozvíjajúcich sa ekonomikách, ktoré boli výrazne zasiahnuté globálnou krízou. Napriek určitej stabilizácii cien na trhu s ropou zostáva trh naďalej negatívne naladený, pokiaľ ide o vývoj dopytu po ropu v roku 2009.

Ceny ostatných svetových komodít po dosiahnutí svojich maximálnych úrovní na začiatku júla začali v priebehu 3. a 4. štvrťroka rovnako postupne klesať. Výrazný pokles cien zaznamenali kovové komodity v dôsledku globálnej recesie. Mierne sa tiež znížili ceny agrokomodít.

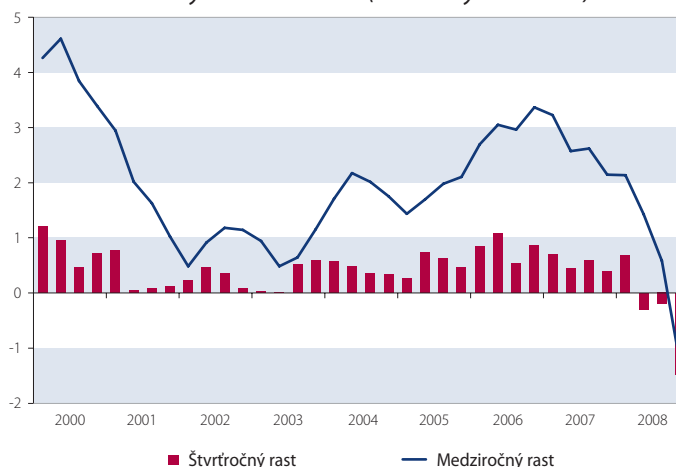
SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

Hospodárstvo USA zaznamenalo vo 4. štvrťroku 2008 výrazný pokles HDP analizované o 6,2% oproti poklesu 0,5% v predchádzajúcom štvrťroku. Ekonomika vo 4. štvrťroku poklesla medziročne o 0,8%, kým v predchádzajúcom štvrťroku vzrástla o 0,7 %.

Ekonomický vývoj v USA v poslednom štvrťroku potvrdil prehlbovanie recesie. Výrazne negatívny vplyv na vývoj HDP mal pokles súkromnej spotreby, investičných výdavkov a pokles exportu. Najvýraznejší pokles v dôsledku vývoja globálnej ekonomiky zaznamenal export, ktorý v predchádzajúcich štvrťrokoch pozitívne prispieval k rastu HDP. V dôsledku zhoršenia podmienok na trhu práce, korekcie cien nehnuteľností a aktív domácností dochádza k zhoršovaniu spotrebiteľskej dôvery, čo sa odráža v poklese kúpy tovarov dlhodobej a krátkodobej spotreby. Rovnako obavy z recesie a sprísnené podmienky úverovania zapríčiňujú výrazné zníženie podnikových investícií a spomalenie tvorby súkromných zásob. Napriek zníženiu výdavkov federálnej vlády a lokálnych vlád, práve vládne výdavky mali ako jediný pozitívny príspevok k tvorbe HDP.

Celková medziročná inflácia v roku 2008 dosiahla 3,8% a oproti 2,9% v roku 2007 tak vzrástla. V priebehu roka 2008 však vývoj inflácie mal výrazne volatilný charakter. Kým v prvom polroku sa inflácia výrazne zrýchľovala a dosiahla svoje najvyššie úrovne za posledné dve desaťročia, v druhej polovici roka došlo k jej výraznému poklesu. Spomaľovanie inflácie bolo ovplyvnené kontrakciou globálnej ekonomiky a poklesom cien komodít. Vo 4. štvrťroku priemerná miera inflácie dosiahla 1,6%, čo je výrazný pokles oproti priemernej miere inflácie 5,6% v 3. štvrťroku. Na konci roka medziročná inflácia poklesla na 0,1 %. V januári 2009 na medziročnej báze inflácia stagnovala. Jadrová inflácia zaznamenala až vo 4. štvrťroku

Graf 1 Ekonomický rast v eurozóne (stále ceny roku 2000)



Zdroj: Eurostat.

pokles na 2,0% oproti 2,5% v 3. štvrťroku. V prvých troch štvrťrokoch sa jadrová inflácia mierne zrýchľovala.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) na svojich zasadnutiach vo 4. štvrťroku znížil cieľovú sadzbu federálnych fondov na hranicu blízku nule. Na mimoriadnom zasadnutí na začiatku októbra v rámci koordinovaného zníženia základných úrokových sadziieb spolu s ECB, BoE a ostatnými centrálnymi bankami pristúpil k zníženiu sadziieb o 50 bázických bodov. Na svojom druhom zasadnutí koncom októbra opäť znížil sadzby o ďalších 50 bázických bodov na úroveň 1,0 %. Fed zároveň oznámil vytvorenie nových facilit pre domáce a zahraničné banky slúžiacich na zabezpečenie potrebnej likvidity. Na svojom poslednom zasadnutí v decembri FOMC znížil sadzby na úroveň od 0 do 0,25 %. Na zasadnutí v januári a v marci 2009 ponechal cieľovú sadzbu nezmenenú.

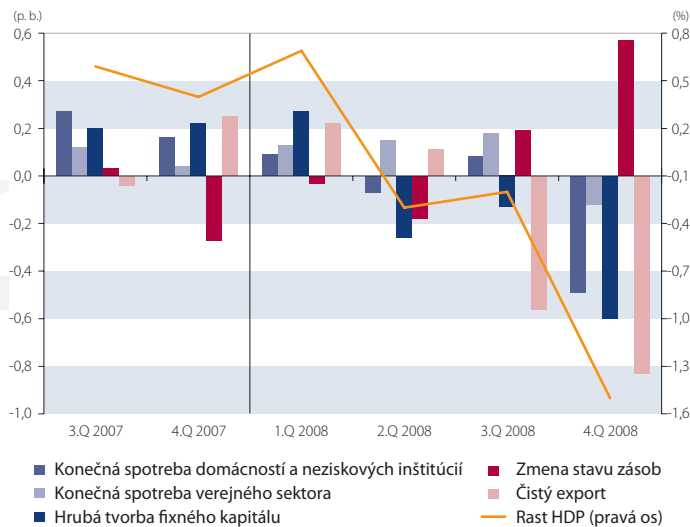
EUROZÓNA

Ekonomický pokles eurozóny sa vo 4. štvrťroku 2008 prehĺbil. V porovnaní s 3. štvrťrokom sa HDP znížil o 1,5% (o 0,2% v 3. štvrťroku). Hospodárstvo tak pokleslo už tretí štvrťrok po sebe. Po prvýkrát od vzniku menovej únie sa v 4. štvrťroku 2008 HDP znížil aj na medziročnej báze (o 1,3%, v porovnaní s rastom 0,6% v 3. štvrťroku). Rast HDP eurozóny za celý rok 2008 sa spomalil na 0,8% v porovnaní s 2,6% v roku 2007.

Tak ako v 3. štvrťroku, aj vo 4. štvrťroku najvýraznejšie prispel k ekonomickému poklesu čistý export, keď pokles vývozu prevyšoval zníženie dovozov. Pokles HDP však odrážal aj relatívne vysoké negatívne príspevky hrubého fixného kapitálu a konečnej spotreby (tak domácností, ako aj verejnej správy). Investičný dopyt klesal, podobne ako celý HDP, už tretí štvrťrok za sebou. V porovnaní s predchádzajúcimi dvoma štvrťrokmi sa však jeho prepád zvýraznil. Po tom, čo v prvých troch štvrťrokoch spotreba domácností viac-menej stagnovala, vo 4. štvrťroku pomerne výrazne poklesla. Vývoj investícií i súkromnej spotreby tak

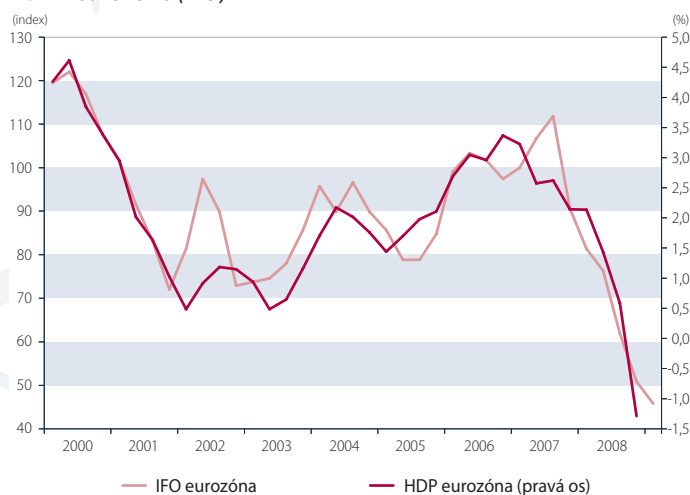


Graf 2 Príspevky jednotlivých komponentov k štvrťročnému rastu HDP v eurozóne



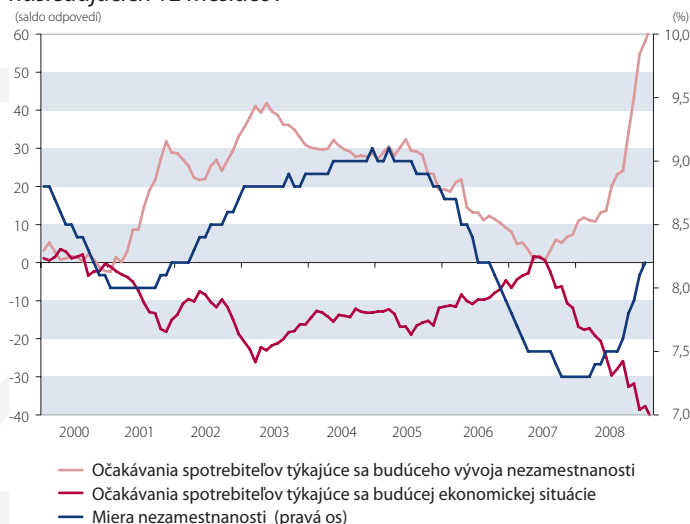
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Graf 3 Index ekonomickej klímy pre eurozónu a medziročný rast HDP v eurozóne (IFO)



Zdroj: Ifo Institute for Economic Research a Eurostat.

Graf 4 Miera nezamestnanosti a očakávania spotrebiteľov na nasledujúcich 12 mesiacov



Zdroj: Eurostat a Európska komisia.

dokumentuje pomerne výrazný dopad finančnej krízy po krachu Lehman Brothers na domáci dopyt. K ekonomickému rastu kladne prispela len zmena stavu zásob, čo však svedčí o hromadení zásob v čase výrazného útlmu domáceho i zahraničného dopytu.

Pokles dopytu tak na domácich trhoch, ako aj v zahraničí viedol k zostreniu konkurencie. Prieskumy v priemysle, teda v odvetví, kde vo 4. štvrťroku najviac poklesla pridaná hodnota naznačujú, že práve nedostatočný dopyt je hlavným faktorom obmedzujúcim produkciu. Súčasný prieskumy v tomto odvetví poukazujú na zníženie konkurencieschopnosti nielen na zahraničných trhoch, ale aj na trhoch EÚ, resp. domácich trhoch, ktoré sú vystavené aj konkurenčným tlakom zo zahraničia. Spolu s oslabovaním konkurenčnej pozície sa postupne zhoršovalo saldo zahraničného obchodu s dopadom na bežný účet platobnej bilancie. Výsledky prieskumov v 1. štvrťroku 2009 naznačujú pokračovanie týchto tendencií.

Viacere krátkodobé indikátory a prieskumy poukazujú na pokračujúce pribzdenie ekonomickej aktivity v eurozóne. Obavy z dopadu finančnej krízy na ekonomiku sa prehľbujú. Naznačuje to aj vývoj IFO indexu ekonomickej klímy pre eurozónu, ktorý v 1. štvrťroku 2009 poklesol na nové historické minimum.

Ekonomický útlm sa prejavil v ďalšom raste nezamestnanosti. Kým v 2. a 3. štvrťroku sa nezamestnanosť zvýšila len mierne, vo 4. štvrťroku bol jej prírastok relatívne výrazný. Na konci posledného štvrťroku 2008 dosiahla miera nezamestnanosti 8,1 % v porovnaní so 7,6 % na konci 3. štvrťroku. Zhoršovanie podmienok na trhu práce pokračovalo aj v januári, keď nezamestnanosť vzrástla na 8,2 %. Nepriaznivé trendy na trhu práce naznačujú aj očakávania spotrebiteľov týkajúce sa ďalšieho vývoja ekonomickej aktivity a nezamestnanosti. Výsledky týchto prieskumov v súčasnosti dosahujú svoje historické maximum a sú najpesimistickejšie od vzniku menovej únie.

Po tom, čo sa dynamika cenového rastu začala v 3. štvrťroku 2008 mierne spomaľovať, došlo v poslednom štvrťroku 2008 k jej výraznému pribzdeniu. Zhoršovanie vyhladok vývoja globálnej ekonomiky sa premietlo do poklesu cien energetických surovín a potravinových komodít. Následne sa prudko spomalil rast cien energií, ktorý sa ku koncu roka zmenil na medziročný pokles. Rovnako sa znížil aj rast cien potravín. Kým v júni a v júli dosahovala medziročná miera inflácie historické maximum na úrovni 4 % a ku koncu 3. štvrťroku mierne poklesla na 3,6 %, v poslednom štvrťroku zaznamenala prepad na 1,6 %. Na spomalení cenového rastu sa čiastočne podieľal aj mierne nižší príspevok trhových zložiek inflácie, v dôsledku nižšieho rastu priemyselných tovarov bez energií. Pokračujúci medziročný pokles cien energií a spomaľovanie cenového rastu potravín ovplyvnilo ďalšie pribzdenie inflácie v januári 2009 (na 1,1 %). Podľa predbežných odhadov Eurostatu sa vo februári pokles inflácie zastavil a tá mierne vzrástla na 1,2 %.



Predovšetkým v dôsledku zníženia rastu cien spracovaných potravín sa v priebehu posledného štvrťroka 2008 znížila aj jadrová inflácia z 2,5 % v septembri na 2,1 % na konci roka. V januári 2009 sa jej dynamika opäť znížila na 1,8 %, čo podobne ako v minulom období ovplyvnilo spomaľovanie cenového rastu spracovaných potravín, ale aj tovarov a služieb.

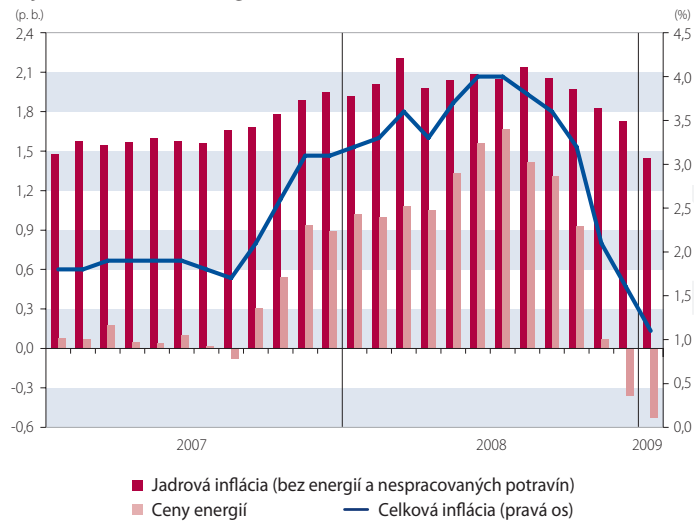
Výraznejšie spomalenie tak celkovej, ako aj jadrovej inflácie bolo okrem poklesu cien energií ovplyvnené aj výrazným príbrzdením medziročného rastu cien spracovaných i nespracovaných potravín. Tento vývoj bol ovplyvnený jednak vývojom svetových cien agrokomodít a jednak aj základným efektom vysokého rastu cien potravín v rovnakom období pred roka.

Vývoj cien trhových zložiek inflácie (priemyselné tovary bez energií a služby) vo 4. štvrťroku 2008, ale aj začiatkom roku 2009 naznačuje určitý vplyv klesajúceho dopytu na cenový vývoj. Po tom, čo sa cenový rast priemyselných tovarov v októbri ešte mierne zrýchlil, v ďalších mesiacoch sa postupne príbrzďoval. Bolo to ovplyvnené najmä prehĺbením medziročného poklesu cien tovarov dlhodobej spotreby a v januári sa výraznejšie spomalil aj rast cien tovarov strednodobej spotreby. Rast cien služieb v priebehu posledného štvrťroka viac-menej stagnoval a v januári sa mierne znížil. V rámci štruktúry cien služieb postupný pokles zaznamenávali ceny v hoteloch a reštauráciách. Napriek poklesu cien pohonných látok sa ceny dopravných služieb výraznejšie nemenili, výraznejší pokles zaznamenali až v januári.

Pomerne hlboký prepád inflačných očakávaní, ktorý pretrvával od leta 2008 prakticky vo všetkých segmentoch ekonomiky, sa vo 4. štvrťroku ešte zvýraznil. Okrem poklesu cien energetických a neenergetických komodít, znižujúce sa inflačné očakávania odrážali pravdepodobne aj zhoršené vyhliadky ekonomického rastu a klesajúci dopyt. Inflačné očakávania klesali aj v januári. Vo februári sa ich pokles zmiernil, resp. zastavil, nachádzajú sa však na historicky nízkych úrovniach.

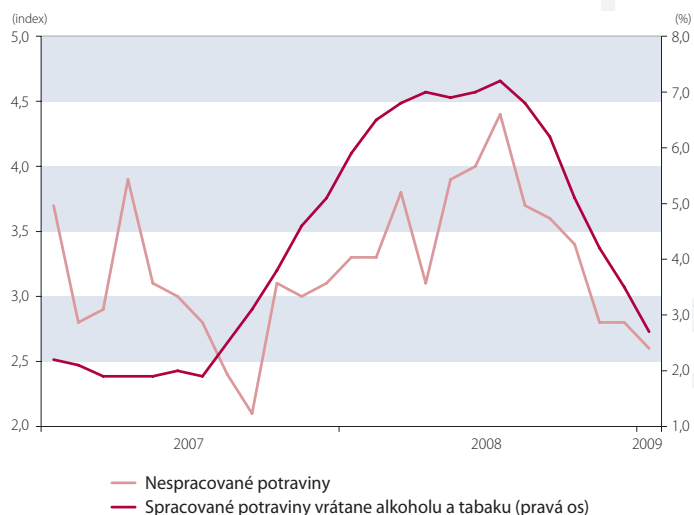
Finančná kríza sa premieta do vysokej volatility výmenných kurzov. Oslabovanie vyhliadok ekonomického rastu, ale aj očakávania znižovania úrokových sadzieb v eurozóne sa odrazili v pokračujúcom znehodnocovaní eura voči americkému doláru, ktoré pretrvávalo od leta. Najslabšiu úroveň 1,25 USD/EUR v priebehu 4. štvrťroka 2008 dosiahlo euro v novembri. Trend znehodnocovania sa však v tomto mesiaci zastavil a v decembri sa euro dokonca posilnilo až na úrovne prevyšujúcej 1,40 USD/EUR. Ku koncu decembra sa tak v porovnaní s koncom 3. štvrťroka euro voči americkému doláru zhodnotilo o 2,7 %. Začiatkom roka sa však obnovil depreciačný trend eura podporený opätovným zhoršením očakávaní ekonomického rastu eurozóny, ale aj znížením kľúčových sadzieb ECB a očakávaniami ich ďalšieho poklesu. Ku koncu februára sa tak výmenný kurz eura znehodnotil až na úroveň 1,26 USD/EUR (v porovnaní s koncom roka 2008 o viac ako 9%).

Graf 5 Medziročná miera celkovej inflácie (HICP) a príspevky jadrovej inflácie a cien energií v eurozóne



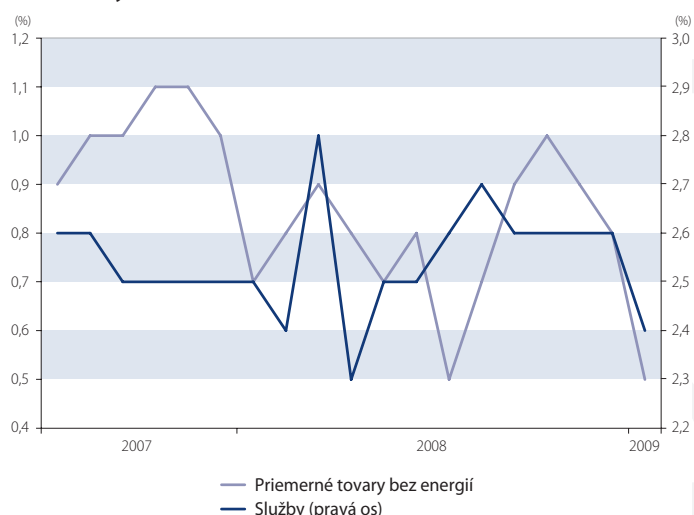
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Graf 6 Ceny potravín v eurozóne (medziročný rast v %)



Zdroj: Eurostat.

Graf 7 Ceny tovarov a služieb v eurozóne



Zdroj: Eurostat.

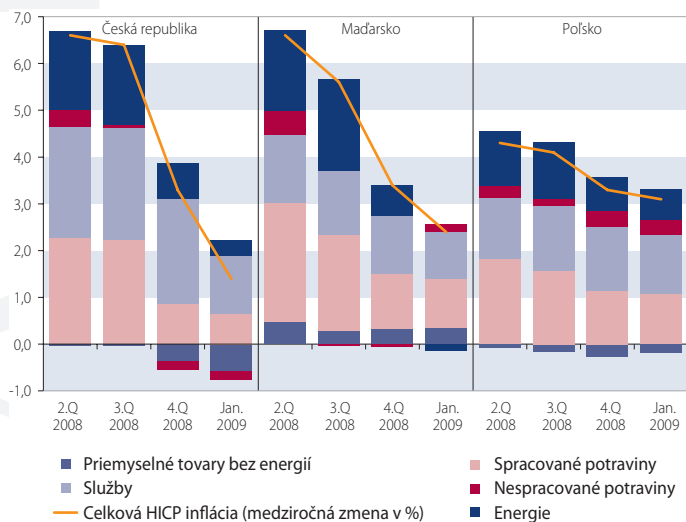


Graf 8 Vývoj výmenného kurzu USD/EUR



Zdroj: ECB.

Graf 9 Príspevky k inflácii HICP v krajinách V4 (v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

2008 sa koridor automatických operácií, ktorý bol s účinnosťou od 9. októbra 2008 zúžený na 100 bázických bodov, opäť rozšíril na 200 bázických bodov. Výrazné zníženie prognóz ekonomického rastu na roky 2009 a 2010 spolu s klesajúcimi inflačnými impulzmi boli dôvodom rozhodnutia o opätovnom znížení kľúčových sadzieb v marci (s účinnosťou od 11. marca 2009) rovnako o 0,5 percentuálneho bodu. Sadzba pre hlavné refinančné operácie tak bola stanovená na 1,5% a v porovnaní s koncom 3. štvrťroka bola nižšia o 2,75 percentuálneho bodu. Sadzby pre jednodňové refinančné a sterilizačné operácie dosiahli v marci úrovne 2,5%, resp. 0,5%.

V záujme stability finančných trhov bolo znížovanie kľúčových úrokových sadzieb aj naďalej dopĺňané ďalšími nástrojmi na podporu eurovej likvidity, prostredníctvom realizácie dlhodobých refinančných operácií, ale aj likvidity v amerických dolároch a švajčiarskych frankoch.

VÝVOJ V POĽSKU, ČESKEJ REPUBLIKE A MAĎARSKU

Zostrenie finančnej krízy sa premietlo do výraznejšieho spomalenia ekonomík stredoeurópskeho regiónu. V prípade Maďarska došlo v poslednom štvrťroku dokonca k poklesu ekonomiky. Hlavnou príčinou nižšieho rastu vo všetkých krajinách bol predovšetkým zahraničný obchod a tvorba investícií. Rast hrubého domáceho produktu v Poľsku sa vo 4. štvrťroku znížil o 1,8 percentuálneho bodu na 3,1%, predovšetkým z dôvodu zníženia exportu. Zároveň došlo k spomaleniu rastu hrubej tvorby fixného kapitálu. Naopak mierne prarastovo pôsobil vyšší rast spotreby verejnej správy a konečná spotreba domácností. Kladný, ale nižší príspevok v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom mal aj investičný dopyt. Príspevok čistého exportu a zásob bol záporný. V Českej republike sa ekonomika spomalila o 2,2 percentuálneho bodu na 0,7%. Za spomalením stojí rovnako ako v Poľsku výrazný pokles exportu a pomalší rast investícií. Klesli tiež vládne výdavky, spotreba domácností naopak mierne rástla. Po výraznom spomalení ekonomického rastu v Maďarsku v 3. štvrťroku (na 0,4%), vo 4. štvrťroku maďarská ekonomika poklesla o 1,3%. Medziročne sa výrazne znížila spotreba vládneho sektora a domácností, kde došlo spolu s novými investíciami k prehlbieniu záporného rastu z predchádzajúceho štvrťroka. K rastu dynamiky HDP tak prispievala iba tvorba zásob a čistý export.

V poslednom štvrťroku 2008 pokračovalo spomaľovanie inflácie vo všetkých ekonomikách regiónu. Nižší rast cien ovplyvnil predovšetkým vývoj cien potravín a energií, ktorý odrážal globálny pokles cien agrokomodít a ropy. V cenách potravín sa navyše prejavoval bázický efekt zvyšovania cien na konci roka 2007. V ČR bol tento fakt navyše podporený predčasným zdražovaním na konci roka 2007 z dôvodu plánovaného zvyšovania DPH od roku 2008. V porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom sa inflácia najviac znížila v Českej republike o 3,1 percentuálneho bodu

Na zostrenie finančnej krízy po krachu Lehman Brothers, ale aj na zhoršenie vyhladok ekonomického rastu reagovala ECB postupným znižovaním svojich úrokových sadzieb. V októbri koordinovala svoje rozhodnutie o znížení sadzieb s ďalšími významnými centrálnymi bankami. Súčasne rozhodla o realizácii refinančných operácií prostredníctvom tendra s fixnou sadzbou s plným objemom pridelenia a zúžením koridoru automatických operácií z 200 na 100 bázických bodov okolo sadzby hlavných refinančných operácií. K ďalšiemu znižovaniu sadzieb pristúpila Rada guvernérov ECB aj v novembri a októbri. Celkovo sa tak v poslednom štvrťroku znížila sadzba pre hlavné refinančné operácie zo 4,5% na 2,5%.^{2,3}

Pokračujúce zhoršovanie vyhladok ekonomického rastu bolo dôvodom ďalšieho zníženia kľúčových sadzieb ECB o 0,5 percentuálneho bodu s účinnosťou od 21. januára 2009. V súlade s rozhodnutím Rady guvernérov z októbra

2 Menovo-politické rozhodnutia Rady guvernérov ECB sú dostupné na www.ecb.int.

3 Okrem toho prijala Rada guvernérov v priebehu októbra a novembra viaceré opatrení na zabezpečenie dostatočnej likvidity finančných trhov. Medzi tieto opatrenia patrilo predovšetkým rozšírenie zoznamu predovšetkým rozšírenie zoznamu kolaterálov, ktoré môžu byť použité pri refinančných obchodoch s ECB, rozšírenie nástrojov na dodávanie dlhodobej likvidity, ale aj zavedenie nástrojov na zabezpečenie dostatočnej likvidity v amerických dolároch a švajčiarskych frankoch na trhoch eurozóny.



na 3,3%, v Maďarsku klesla o 2,2 percentuálneho bodu na 3,4% a v Poľsku o 0,8 percentuálneho bodu na 3,3%. Cenový rast sa tak vo všetkých krajinách vrátil do tolerančného pásma odchýlky od inflačného cieľa centrálnych bánk.

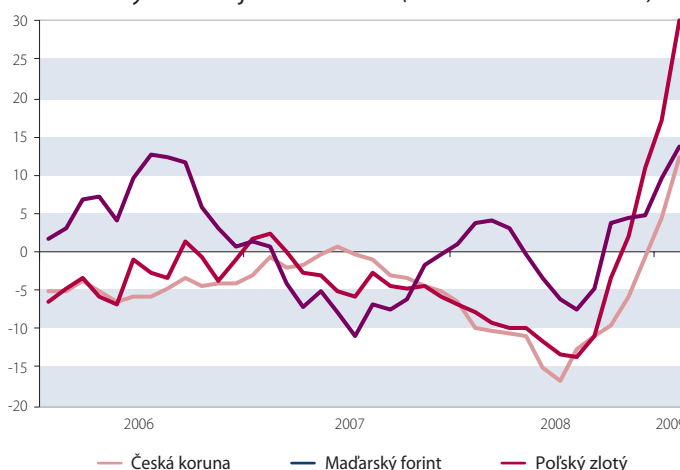
K najväčšiemu spomaleniu došlo najmä v poločke spracované potraviny a energie. Ceny nesppracovaných potravín v prípade Česka a Maďarska poklesli, v prípade Poľska sa ich rast naopak mierne zrýchlil. Zároveň došlo k prehĺbeniu záporného rastu cien priemyselných tovarov bez energií v ČR a Poľsku, v prípade Maďarska ceny naopak rástli.

Oslabovanie mien stredoeurópskeho regiónu z konca júla pokračovalo aj vo 4. štvrtroku 2008. Zhoršenie dôvery na rozvíjajúcich sa trhoch malo za následok presun prevažne krátkodobých portfóliových investícií do relatívne bezpečnejších mien, predovšetkým amerického dolára a eura.

V októbri náladu v regióne navyše ovplyvnila kríza v Maďarsku, keď došlo k prudkému oslabeniu forintu, ale aj poľského zlotého. Po čiastočnej stabilizácii situácie (najmä po poskytnutí medzinárodnej finančnej pomoci zo strany EÚ, MMF a Svetovej banky) sa kurzy čiastočne korigovali, česká koruna sa dokonca krátkodobo posilnila na úroveň zo začiatku októbra. V priebehu novembra až do konca decembra všetky meny pokračovali v depreciačnom trende, predovšetkým poľský zlotý, ktorý sa v poslednom štvrtroku oslabil o viac ako 22%. V závere roka bol výpredaj aktív na rozvíjajúcich sa trhoch posilnený obavami z prehĺbujúcej sa hospodárskej recesie a domácimi fundamentmi naznačujúcimi zhoršenie ekonomickej aktivity. Rovnako aj na začiatku roka 2009 pretrvávala negatívna nálada a kurzy až do polovice februára relatívne prudko depreciovali.

V posledných troch mesiacoch roka 2008 menili úrokové sadzby všetky centrálné banky sledovaných krajín. Česká národná banka znížila úrokové sadzby celkovo dvakrát, na októbrom zasadení o 0,75 percentuálneho bodu a v decembri o 0,5 percentuálneho bodu na 2,25%. Hlavnými argumentmi na zníženie sadzieb bolo postupné odznievanie proinflačných tlakov, ako aj spomaľovanie hospodárskeho rastu a inflácie, ktoré podľa prognóz ČNB majú naďalej klesať. Magyar Nemzeti Bank menila vo 4. štvrtroku úrokové sadzby celkovo štyrikrát. Na mimoriadnom októbrom zasadení reagovala na dianie na domácom finančnom trhu zvýšením základnej úrokovej sadzby o 3 percentuálne body na 11,5%. Po zlepšení sentimentu v ekonomike, klesajúcej inflácii a vyhlídkach na spomalenie zahraničného do-

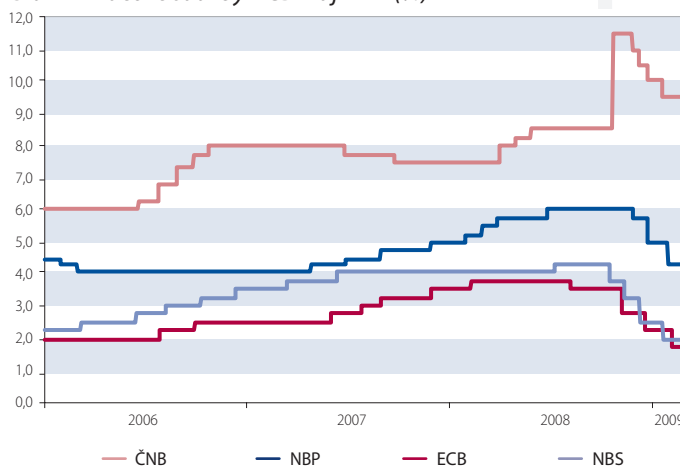
Graf 10 Kurzy mien krajín V4 voči euru (medziročná zmena v %)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Záporné hodnoty predstavujú apreciaciu.

Graf 11 Klúčové sadzby NCB krajín V4 (%)



Zdroj: Národné centrálné banky a ECB.

pytu a následne domácej ekonomiky Magyar Nemzeti Bank pristúpila k sérii znižovania úrokových sadzieb. K zmene základnej úrokovej sadzby došlo na zasadení v novembri, dvakrát v decembri a rovnako aj v januári (vždy o 0,5 percentuálneho bodu) na úroveň 9,5%. V Poľsku centrálna banka vo 4. štvrtroku menila klúčové úrokové sadzby dvakrát. Nižší ako očakávaný rast hospodárstva spolu s klesajúcou infláciou a obmedzenou dostupnosťou úverov na domácom trhu boli hlavným dôvodom na zníženie referenčnej úrokovej sadzby v novembri o 0,25 percentuálneho bodu a v decembri a januári zhodne o 0,75 percentuálneho bodu na 4,25%.