



# Frankfurtské hárky

marec 2022



NÁRODNÁ  
BANKA  
SLOVENSKA  
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

## Ekonomické dôsledky vojny na Ukrajine

- Vojna na Ukrajine je humanitárnou katastrofou a prináša aj v ekonomike zvýšenú mieru neistoty.
- Rusko čelí bezprecedentným obchodným a finančným sankciám.
- Dodávky komodít z Ruska a Ukrajiny sú ohrozené a zvyšuje to ich ceny.
- Scenáre budúceho vývoja poukazujú na vyššiu infláciu a slabší ekonomický rast.
- Inflačné očakávania na začiatku ruskej invázie na Ukrajinu ďalej rástli a vývoj na finančnom trhu je aktuálne spojený s vysokou mierou neistoty.



### Vojna na Ukrajine je humanitárnou krízou, ale aj ekonomickým šokom pre celý svet

Počas prvých troch týždňov z Ukrajiny utiekli približne 3 milióny ľudí. Je pravdepodobné, že počet utečencov sa ešte zvýši. Pre zvyšnú časť sveta predstavuje vojna ekonomický a politický šok rôznej intenzity, pričom jeho sila a trvanie sú neisté. Vlády a centrálné banky sú nútené flexibilne reagovať na vzniknutú krízu. Pre centrálnu banku bude osobitne dôležité zabezpečiť ukotvenie inflačných očakávaní vo svetle vysokej neistoty. Krajiny Európskej únie budú hľadať spôsoby ako dlhodobo znížiť svoju závislosť na obchode s Ruskom, najmä v oblasti energií. Najmä krajiny susediace s Ukrajinou čaká úloha integrácie utečencov, čo však môže znamenať aj príležitosť vo forme ich zapojenia na trhu práce. Rozpočty krajín sa ocitnú pod ešte väčším tlakom. K dôsledkom spomaľujúcej sa ekonomiky sa popri potrebe kompenzovať dopady inflácie na zraniteľné skupiny pridá aj ťažká úloha vysporiadať sa so zapojením utečencov do života.



### Väčšina ekonomicky významných krajín uvalila na Rusko rozsiahle sankcie

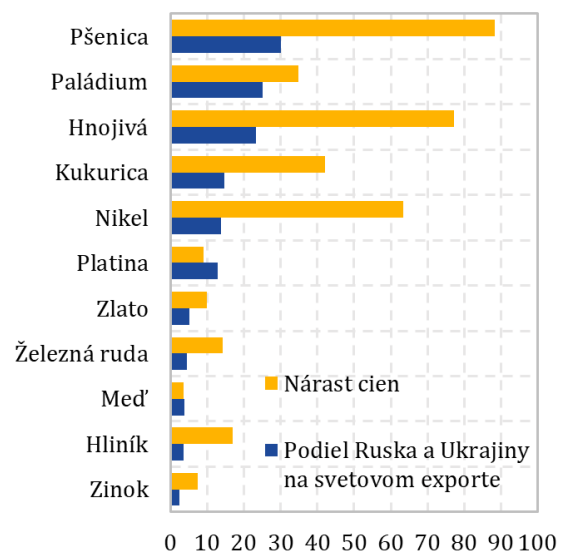
Zámer sankcií je obmedzenie schopnosti Ruska financovať vojnu zo zdrojov z medzinárodného obchodu. Ich základom je snaha obmedziť obchodovanie s Ruskom, napríklad znížením nákupov ropy a ďalších komodít. Veľkému počtu ruských bánk bolo sťažené vykonávanie medzinárodných transakcií pomocou ich vylúčenia zo systému SWIFT. Ďalej došlo ku zmrazeniu veľkej časti rezerv ruskej centrálnej banky (**box 1**). Pridali sa aj viaceré významné súkromné firmy, ktoré sa dobrovoľne stiahli z Ruska a naďalej tak ochromili bežné fungovanie obyvateľstva. Rozsiahle sankcie mali za následok prudké znehodnotenie kurzu rubľa, čím sa výrazne oslabila kúpna sila ruských občanov. Sankcie však zrejme v menšej miere negatívne ovplyvnia aj ekonomiku eurozóny.



### Ceny výrazne porastú aj kvôli dôležitému postaveniu oboch krajín v rámci dodávateľsko-odberateľských reťazcov

Rusko a Ukrajina síce tvoria iba menej ako 3 % globálneho obchodu, ale sú dodávateľmi kľúčových vstupov do výroby pre

Graf 1: Nárast cien komodít a podiel Ruska a Ukrajiny na ich svetovom exporte.



Zdroj: OECD Economic Outlook, [Interim Report March 2022](#).  
Poznámka: rozdiel cien komodít medzi priemerom za obdobie 24.február-14.marec a priemerom za január 2022.

viaceré sektory. Ich ceny výrazne rástli v reakcii na veľkú neistotu a ohlasované sankcie (graf 1). Od exportu kovov z Ruska a Ukrajiny je závislých mnoho priemyselných odvetví ako napríklad automobilový (paládium), výroba ocele a batérií (nikel), výroba polovodičov (argón, neón) či výroba lietadiel (titán).



### Rastúce ceny energií a potravín najviac zasiahnu chudobných

Zmenu pocítia nielen obyvatelia eurozóny s nižším príjmom ale v ešte výraznejšej miere rozvojové krajiny. Rusko a Ukrajina sú významným svetovým vývozcom obilnín, ktorých ceny takisto reagovali na vojnu prudkým rastom. Krajiny eurozóny importujú z Ruska viac ako 20 % svojej spotreby ropy a 35 % zemného plynu. Zásoby viacerých z nich sú zároveň po zime pomerne nízke. Ich ceny na svetových trhoch rástli rýchlym tempom a dôsledkom bude významný rast cien energií pre domácnosti, ale aj drahšie potraviny. Slovensko patrí medzi najviac závislé krajiny, keď viac ako 65 % našich energetických zdrojov čerpáme z Ruska.



### Predikcia ECB počíta s dodatočným rastom inflácie a s utlmením ekonomickej aktivity

Predikcia ECB počíta s dodatočným rastom inflácie o približne 2 až 4 % v roku 2022 v porovnaní s decembrovými odhadmi. Keďže je budúci vývoj ekonomiky veľmi neistý, namiesto stredného odhadu pracuje s viacerými možnými scenármi vývoja. Ten lepší, základný scenár zahŕňa len prvotné hospodárske vplyvy vojny. Počíta len s miernym ďalším nárastom cien komodít a poklesom HDP v Rusku o menej ako 10 percent. Nepriaznivý scenár predpokladá výraznejšie narušenie vzájomného obchodu s Ruskom, úplné zastavenie dodávok zemného plynu z Ruska a zhoršenie dodávok ropy. Dramatický scenár navyše uvažuje s výraznejším rastom ceny zemného plynu, so silnou negatívnou reakciou finančných premenných a so silnejšou citlivosťou inflácie na tento vývoj. Dramatický scenár tak predpovedá infláciu na rok 2022 viac ako 7 %. Zároveň sa v tomto scenári utlmí ekonomický rast eurozóny z približne 4% odhadovaných v decembri až na úroveň blízko 2%.

10.3.2022

### ECB reaguje na zvýšené inflačné riziká sprísnením a vyššou flexibilitou.

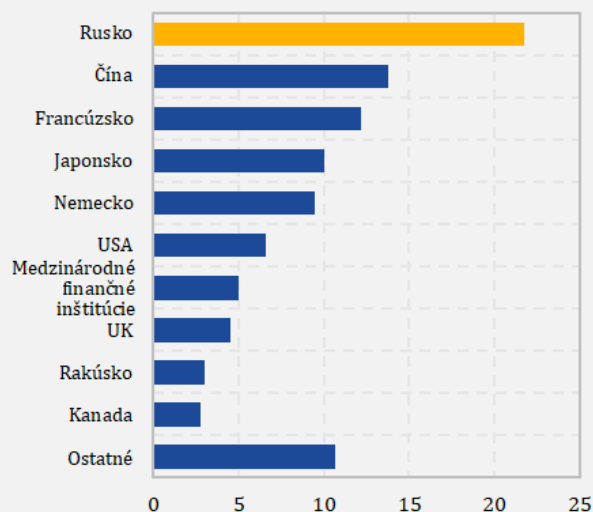
Rada guvernérov rozhodla o skoršom ukončení programu nákupov aktív (APP) ako sa pôvodne predpokladalo. Reaguje tak na inflačné tlaky zo začiatku roka a tiež na vojnu na Ukrajine, ktorá zvyšuje riziko vyššej inflácie počas dlhšieho obdobia. Oproti pôvodnému plánu nakupovať 40 miliárd EUR v druhom štvrtroku sa nákupy začnú znižovať už v máji na 30 miliárd a v júni na 20 miliárd. Následne sa počíta so skorším ukončením nákupov už v treťom štvrtroku. Zároveň si však vo svetle veľkej neistoty necháva väčšiu flexibilitu v následnom načasovaní zvyšovania krátkodobých úrokových sadziieb. To po novom nie je tesne naviazané na ukončenie nákupov aktív ale nastane po ukončení nákupov bez konkrétneho časového obmedzenia. Vyhlásenie guvernérov už nespomína možnosť ďalšieho znižovania úrokových sadziieb. Reakcia trhov po zasadnutí smeruje k očakávaniam, že zvýšenie sadziieb by mohlo nastať už v závere tohto roku. Išlo by o prvé zvýšenie oficiálnych sadziieb ECB po viac ako desiatich rokoch.

### Box 1: Čo znamená zmrazenie rezerv ruskej centrálnej banky?

Zhruba polovica medzinárodných rezerv ruskej centrálnej banky bola v dôsledku medzinárodných sankcií zmrazená. Celkovo drží ruská centrálna banka rezervy vo výške 643,2 miliárd dolárov<sup>1</sup>. Viac ako tretina z nich je tvorená zahraničnými vládnyimi dlhopismi, necelá štvrtina hotovostnými vkladmi v zahraničí a viac ako pätina zásobami zlata. **V prípade ďalšieho zmrazovania rezerv v zahraničí si z nich môže Rusko udržať približne tretinu.** Jediná časť, ktorú má totiž vo významnom množstve Rusko vo svojej krajine, sú zásoby zlata. Tu je však otázne, ako rýchlo by ho centrálna banka dokázala vymeniť za hotovosť, keďže dopyt po takomto zlate je obmedzený. Očakáva sa tiež, že bude mať k dispozícii zásoby rezerv uložené v Číne (13,8 %). Naopak, očakáva sa, že stratí prístup nielen ku hotovosti ale aj ku vládnym dlhopisom. Tie sa spravidla nachádzajú v krajine, kde boli vydané a napriek tomu, že ich Rusko vlastní, nedokáže ich vymeniť za hotovosť.

<sup>1</sup> Približne 41% z HDP Ruska v roku 2021.

Graf 2: Geografické rozdelenie portfólia rezerv Ruskej centrálnej banky (v percentách).



Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS

Poznámka: Modrou farbou sú vyznačené rezervy vo forme hotovosti, vládných dlhopisov a ďalších cenných papierov. Žltou farbou sú vyznačené zásoby vo forme zlata.

## Box 2: Vývoj na finančných trhoch počas vojny na Ukrajine

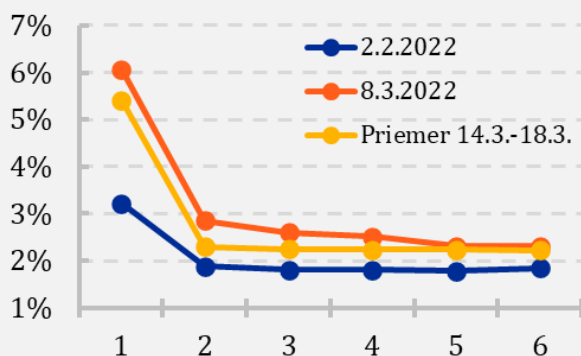
**Inflačné očakávania sa po náraste na začiatku vojny na Ukrajine vracajú k cieľu ECB.** Napriek historicky vysokým hodnotám vykazovanej inflácie zostávali finančné trhy v minulých mesiacoch presvedčené o tom, že zvýšenie inflácie nad úroveň cieľa bude mierne a dočasné (graf 3, spodná čiara). To bolo v súlade s interpretáciou, že inflácia bola spôsobená otváraním ekonomiky spolu s nerovnomerným vývojom medzi sektormi a dočasnými výpadkami v dodávateľsko-odberateľských vzťahoch. V súčasnom období však v reakcii na vojnu trhové inflačné očakávania na nasledujúci rok dosahujú hodnoty prevyšujúce 5% (graf 3, obe horné čiary). Pred posledným zasadnutím Rady guvernérov bola aj očakávaná inflácia o 2 roky výraznejšie nad cieľom (graf 3, horná čiara). V týždni po zasadnutí a ohlásení opatrení ECB sme však pozorovali zmiernenie týchto obáv.

**Inflačný vývoj je aktuálne spojený s vysokou mierou neistoty.** Okrem bezprostredného rizika problémov vyplývajúcich z prerušenia produkčných reťazcov naberajú na relevantnosti aj rozhodnutia obmedzujúce voľný pohyb tovarov medzi krajinami. Už koncom roka 2021 niektoré krajiny obmedzili vývoz priemyselných hnojív, aby zamedzili zdražovaniu potravín na domácom trhu. Proinflačný vplyv v eurozóne by mali aj prípadné sankcie a to bez ohľadu na to, či by nabrali formu importných obmedzení alebo napríklad spotrebných daní pre isté komodity alebo sektory ekonomiky. Informácie z finančných trhov sú tak v súčasnosti ovplyvňované neistým výhľadom do budúcnosti.

**Čaká eurozónu stagflácia?** Pod tým pojmom rozumieme viac rokov slabého rastu a vysokej inflácie. Takýto vývoj dnes trhy nečakajú. Väčšina predpovedí ekonomického vývoja pracuje síce pre nasledujúce obdobie s rastom nižším ako dlhodobý trend. Vo vojnových scenároch vývoja nemožno vylúčiť prechodný pokles ekonomickej aktivity v niektorých fázach roku 2022. Predpovede a očakávania inflácie na najbližšie štvrťroky sa tiež posúvajú smerom hore. V čase obrovských šokov na strane ponuky ekonomiky iné ani nemožno čakať. Informácie z akciových trhov o dlhodobějších trendoch v ekonomike však zatiaľ naznačujú pretrvávajúci optimizmus medzi investormi. Napríklad akciový index Eurostoxx 50 sa po miernom poklese na začiatku invázie pohybuje v okolí hodnôt z februára 2020.<sup>2</sup> Z pohľadu mandátu ECB je kľúčové dosahovanie cenovej stability. Preto ECB pozorne sleduje ukotvenie inflačných očakávaní ako aj mzdový vývoj, aby sa predišlo neúmernému predĺženiu obdobia zvýšenej inflácie.

**Trhy nevnímajú situáciu v jednotlivých krajinách ako výrazne rizikovú.** Rozdiely v nákladoch financovania vládneho dlhu medzi krajinami (tzv. finančná fragmentácia) sa zatiaľ výrazne nezvýšili (graf 4). Vlády členských krajín eurozóny majú v súčasnosti dlhové portfólio s dlhšou priemernou splatnosťou, čo vo výsledku limituje nárast splátok pri dočasnom zvýšení úrokových mier. V prípade Slovenska sa tak priemerná doba do splatnosti vládneho dlhu pohybuje od roku 2018 na úrovni 8,5 roka, pričom v roku 2010 to bolo približne 4,5 roka. To by mohol byť jeden z dôvodov, prečo trhy nevnímajú situáciu v jednotlivých krajinách ako výrazne rizikovú. Úlohu môže zohrávať aj pôvod očakávaného oslabenia ekonomickej aktivity. V súčasnosti tlmenie rastu prichádza v dôsledku vonkajších obmedzení, ktoré sú navyše vnímané ako prechodné. Počas minulých kríz naopak hrali prím prejavy vnútornej zraniteľnosti odzrkadlené v slabej spotrebe a investíciách. Situácii môže pomáhať aj skúsenosť s účinnými zásahmi menovej a rozpočtovej politiky počas pandemickej krízy.

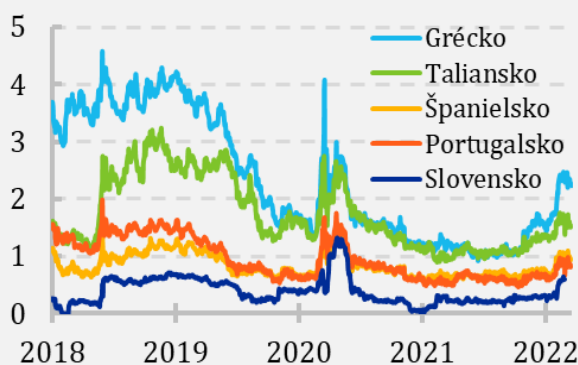
**Graf 3: Očakávaná inflácia v eurozóne na nasledujúce roky (vodorovná os roky, zvislá percentá).**



Zdroj: Bloomberg.

Poznámka: Graf zobrazuje očakávanú infláciu v nasledujúcich rokoch (horizontálna os predstavuje roky) odvodenú z inflačných swapov k danému dátumu.

**Graf 4: Úrokové prirážky voči Nemecku (percentá).**



Zdroj: Macrobond.

Poznámka: Graf prezentuje úrokové miery na desaťročných vládnych dlhopisoch voči nemeckým výnosom.

<sup>2</sup> Reálne úrokové miery čoraz vyššou lehotou splatnosti rastú. Naznačuje to očakávanie rastu spotreby domácností v budúcnosti zrejme po tom, ako v najbližších mesiacoch oslabne.



### Stagflácia

Ide o situáciu, pri ktorej je slabý výkon ekonomiky sprevádzaný vysokou mierou inflácie.



Frankfurtské háčky nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezentujú názory analytikov úseku meny, štatistiky a výskumu (ÚMS). Materiál neprešiel jazykovou úpravou. Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici ÚMS“.