



# RUSKÉ HOSPODÁRSTVO PRED A PO ZAČATÍ RUSKEJ INVÁZIE NA UKRAJINU

Veronika HVOZDÍKOVÁ <sup>1</sup>

## RUSSIAN ECONOMY BEFORE AND AFTER THE RUSSIAN INVASION OF UKRAINE



<sup>1</sup> Institute of Economic Research, Slovak Academy of Sciences, Šancová 56, 81105 Bratislava, Slovenská republika,

@ Email: [ekonveve@savba.sk](mailto:ekonveve@savba.sk)

ORCID iD: 0009-0005-8339-8556

Competing interests : The author declare no competing interests.

Publisher's Note: Slovak Society for Environment stays neutral with regard to jurisdictional claims in published maps and institutional affiliations. Copyright: © 2021 by the authors.



This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

This license allows reusers to distribute, remix, adapt, and build upon the material in any medium or format, so long as attribution is given to the creator. The license allows for commercial use.

Review text in the proceeding: Contributions published in proceedings were reviewed by members of scientific committee . For text editing and linguistic contribution corresponding authors.

### ABSTRAKT

Globálna pandémia nového koronavírusu tvrdo zasiahla svetovú ekonomiku a v niektorých ohľadoch sa jej dôsledky nepodarilo doposiaľ prekonať. Rozsiahle hospodárske dopady pandémie vo svete nestihli ani úplne odznieť, keď ruská armáda prekročila hranice Ukrajiny, za čo si Ruská federácia vyslúžila reakciu západných krajín bezprecedentného rozsahu. Ako to, že ruská ekonomika doteraz odoláva najrozsiahlejším koordinovaným sankciám v histórii? V akej kondícii bolo ruské hospodárstvo na súmraku pandémie a úsvite novej (veľkej?) vojny?

**KLÚČOVÉ SLOVÁ:** Ruská invázia na Ukrajinu, makroekonomický vývoj v Ruskej federácii

### ABSTRACT

The global pandemic of a novel coronavirus has hit the world economy hard and in some respects the consequences have not yet been overcome. The widespread economic impact of the pandemic around the world did not even have time to fully fade out when the Russian army crossed the border into Ukraine, earning the Russian Federation an unprecedented response from Western countries. How is it that the Russian economy has so far resisted the most extensive coordinated sanctions ever? What shape was the Russian economy in at the twilight of the pandemic and the dawn of the new (great?) war?

**KEY WORDS:** Russian invasion of Ukraine, macroeconomic developments in the Russian Federation



## Hĺbka pandemickej recesie napokon miernejšia, než sa čakalo

Prvým kanálom, ktorým sa dôsledky vypuknutia globálnej pandémie nového koronavírusu preliali do ruskej ekonomiky, bol export. Externý šok v podobe prepadu vonkajšieho dopytu a svetových cien pre Rusko kľúčových vývozných surovín (a nešlo len o cenu ruskej ropy, ktorá sa prepadla na dvadsaťročné minimum) sa v krátkom čase prejavil v zhoršenom výsledku bežného účtu platobnej bilancie, v poklese príjmov federálneho rozpočtu, oslabení výmenného kurzu domácej meny, či v zastavení tvorby rezerv. Od prelomu marca a apríla 2020, už v reakcii na domáci vlnu nárastu počtu pozitívnych prípadov (pozitívnych na SARS-COV-2), dochádzalo aj k uzatváraniu domácej ekonomiky so zrejmymi následkami pre ekonomickú aktivitu a s implikáciami pre domáci trh práce, príjmy a výslednú domácu spotrebu. Ochromený bol domáci spotrebiteľský, ale aj investičný dopyt. V apríli a máji už zaznamenali nižšiu produkciu prakticky všetky hlavné odvetvia hospodárstva, k poklesu ekonomiky tak došlo už v druhom štvrtroku. Priaznivejšie štatistiky sa začali pozvoľna objavovať po trojfázovom otváraní ekonomiky od mája a júna a po miernejších opatreniach počas jesennej vlny už bolo možné konštatovať, že obavy z hlbokajšej recesie sa napokon nepotvrdili (i keď oživovanie z tretieho štvrtroku sa v poslednom kvartáli preda len spomalilo).

Vzhľadom na vtedajší vývoj na svetových komoditných trhoch a vývoj globálneho obchodu vôbec neprekvapí, že z pohľadu vytvoreného HDP prispel v najväčšej miere k poklesu ruského HDP v prvom roku pandémie (2020) ťažobný priemysel. Dopyt po rozhodujúcej komodite, po surovej rope, sa znížil o 9 % (pokles dopytu sprevádzali dohodnuté obmedzenia ťažby ropy; tento historicky najhlbší prepád globálneho dopytu po rope bol spôsobený tým, že tretina ropy smeruje do dopravného priemyslu, teda odvetvia významne zasiahnutého protipandemickými obmedzeniami), pokles jej ceny nezaostával. Obzvlášť jarné zavádzanie tvrdých lockdownov naprieč svetovými ekonomikami prispelo k šokovému prepadu ceny ruskej ropy medziročne o takmer 60%, hodnota celkového ruského vývozu sa v tom čase zmenšila o tretinu. Slabší bol aj dopyt po ruskom zemnom plyne, predovšetkým v dôsledku menšieho záujmu zo strany európskych odberateľov, do Európy bola presmerovaná časť amerického skvapalneného plynu pôvodne určeného pre ázijský trh. Celkovo v prvom roku pandémie poklesol export ruskej ropy o viac ako 12 % a ruského plynu takmer o štvrtinu, čo samozrejme postihlo ich produkciu. K poklesu HDP prispeli ale aj odvetvia dopravy, obchodu či činnosti v oblasti ubytovania a stravovania, ktoré doplácali na zavádzanie opatrení na obmedzenie sociálneho kontaktu. Naopak, produkcia v spracovateľskom priemysle či stavebníctve sa v priemere za rok výraznejšie nezmenila v porovnaní s obdobím pred pandemiou, čomu napomohli relatívne miernejšie protipandemické obmedzenia v priemyselných podnikoch a realizácia štátnych programov výstavby, či programy zvýhodnených hypotekárnych úverov. Produkcia v poľnohospodárstve mierne stúpila, tlmiaci efekt mala aj samotná štruktúra ekonomiky: relatívne malý podiel sektora služieb a naopak veľký verejný sektor, ktorý umožnil zachovať významnú časť zamestnanosti. Nemalú úlohu zohrali aj mohutné ozdravné procesy v bankovom sektore v minulosti, ale aj promptná reakcia centrálnej banky, ktorá opakovaným uvoľňovaním monetárnych podmienok cielila na tlmenie prepadu ekonomickej aktivity a podporu spotreby (len v prvom polroku znížila kľúčovú úrokovú sadzbu štyrikrát)<sup>1</sup>; ako aj balíčky fiškálnych protikrizových stimulov (vláda schválila rozsiahly súbor proticyklických opatrení smerujúcich o. i. k domácnostiam a malým a stredným podnikom).

Na zlepšovanie epidemiologickej situácie v druhej polovici roka spolu so správami o vývoji vakcíny reagovali ešte pred koncom roka aj svetové finančné a komoditné trhy, popri globálnom dopyte sa začal zotavovať aj domáci spotrebiteľský a investičný dopyt. Aj napriek zlepšeniu v druhej polovici roka, v priemere v prvom roku pandémie poklesla spotreba ruských domácností o 8 %, v dôsledku obmedzovania ekonomickej aktivity, oslabenia reálnych príjmov či nárastu sklonu k úsporám v čase neistoty. Silná podpora úverovej aktivity zo strany centrálnej banky a fiškálne stimuly (platby ohrozeným domácnostiam) zabránili hlbšiemu prepadu konečnej spotreby. Podobne, na zníženie ekonomickej aktivity a neistotu na trhoch, ale i na pokles výmenného kurzu, reagovala tvorba fixného

<sup>1</sup> Okrem znižovania kľúčovej sadzby pristúpila samozrejme aj k ďalším opatreniam (špeciálne sadzby, zvýhodnené typy úverov, zmiernenie dohľadu a regulačnej záťaže, podpora finančných a poisťovních služieb, atď).



kapitálu, vo výsledku tak domáci dopyt klesol medziročne o 4 %. Oslabený domáci dopyt sa odrazil aj na dovoze, ten bol medziročne nižší o 12 %, čo ja však neporovnateľne menej, než rozsah v akom bol pandémiou zasiahnutý ruský vývoz – po spomínanom takmer tretinovom prepade exportu v kritickom druhom štvrtroku, aj napriek zlepšeniu globálnej hospodárskej situácie v lete a slabším dopadom jesennej vlny, ostal aj v treťom štvrtroku vývoz ruských tovarov a služieb o štvrtinu nižší, než v rovnakom období pred pandémiou. Výraznú úlohu u väčšiny komodít zohral cenový faktor – aj napriek obnoveniu cenového rastu pred koncom roka ostala napríklad priemerná ročná cena ropy Ural (necelých 42 dolárov za barel) o tretinu nižšia v porovnaní s rokom pred pandémiou.

Výsledný pokles ruskej ekonomiky, neskôr revidovaný na hodnotu -2,7 %, bol v prvom roku pandémie miernejší, než sa čakalo, ale aj menší, než aký v priemere zaznamenali ostatné suroviny exportujúce ekonomiky. S blížiacim sa koncom prvého roka poznačeného globálnou pandémiou tak k vážnym rizikám patrila skôr zrýchľujúca sa inflácia, pod ktorú sa z veľkej časti podpísal nárast cien potravín (predovšetkým skokovitý rast cien cukru a slnečnicového oleja, ktorý v decembri prinútil vládu stanoviť maximálnu maloobchodnú cenu a zvýšiť vývozný clo), zdraženie energetických surovín (a samozrejme palív) a ďalších komodít, ale aj oslabujúci rubel, ktorý predražoval dovážané produkty či pandémiou spôsobené prerušenie dodávateľských reťazcov a problémy v logistike.

## Svižné a solídne zotavenie sa z pandemického poklesu

Situácia v reálnej ekonomike sa s príchodom roka 2021 ďalej zlepšovala. Protipandemické opatrenia boli uvoľňované postupne ako klesal počet osôb pozitívnych na SARS-COV-2, zmiernené boli obmedzenia v ťažbe ropy. Rástla priemyselná produkcia aj pridaná hodnota v samotnom spracovateľskom priemysle, obnovil sa rast pridanej hodnoty v obchode, zo zotavovania ťažby benefitovala doprava. V marci 2021 už rástla produkcia vo väčšine kľúčových odvetví. Po niekoľkých mesiacoch vyčkávania nakoniec centrálna banka v tomto mesiaci predsa len pristúpila k pozvoľnému sprísňovaniu monetárnych podmienok (k zvýšeniu kľúčovej úrokovej sadzby došlo po dlhých ôsmich mesiacoch bez zmeny), na konci prvého kvartálu totiž reagovala už nielen na rastúcu cenovú hladinu, ale aj na solídnejšie oživovanie ekonomiky, než sa čakalo. Následkom zotavovania ekonomickej aktivity sa obnovoval aj dodatočný dopyt po pracovnej sile, oživoval sa spotrebiteľský dopyt (realizovali sa odložené nákupy). Cena ruskej ropy vzrástla o viac ako pätinu, došlo k obnoveniu rastu hodnoty vývozu ruských tovarov a služieb. Oživovanie ekonomickej aktivity a dopytu umožnilo výrobcami premietiť časť pandémie zvýšených nákladov do konečných cien, čo naďalej zrýchľovalo infláciu. Centrálna banka na to reagovala opätovne hneď v apríli a v júni ďalším sprísňovaním monetárnych podmienok, keďže domáci dopyt prekračoval možnosti ponuky a naďalej rástli ceny na svetových komoditných trhoch.

Už v druhom štvrtroku 2021 produkcia v dvoch tretinách kľúčových odvetví presiahla svojupredpandemickú úroveň, produkcia ropy sa zatiaľ na predkrízové hodnoty nevrátila (CBR, 2021a). Za svojimi predpandemickými výsledkami zaostávali aj sektory silno postihnuté počas pandémie zavádzanými opatreniami, ako medzinárodná letecká preprava a odvetvia ubytovacích a stravovacích služieb. Na predpandemickú úroveň ale poklesla miera nezamestnanosti, keď sa v júni dostala pod hranicu 5 %, počet voľných pracovných miest sa dokonca vyšplhal na 5-ročné maximum. Rast nominálnej mzdy hnaný nedostatkom pracovných síl a oživujúcou sa ekonomicou aktivitou presiahol hranicu desiatich percent už v apríli. O viac ako 10 % vzrástli počas druhého štvrtroku aj investície do fixného kapitálu, oživoval sa však nielen domáci dopyt, ale aj dopyt po ruskom vývoze, ktorý v tomto štvrtroku narástol medziročne o takmer 60 %. Efekt nízkej porovnávacej základne z rovnakého obdobia prvého roka pandémie sa odrazil aj na výsledku cenového rastu v prípade samotnej ruskej ropy – tá medziročne v tomto období (keďže takto pred rokom dosahoval pokles jej ceny dno) zdražela o takmer 130 %. Zotavovanie globálneho dopytu v tom čase presahovalo očakávania – obmedzenia v ponuke spôsobené predošlými výpadkami vo výrobe, prerušeniami v dodávateľských reťazcoch a problémami v logistike v podmienkach neuspokojeného dopytu prispievali k ďalšiemu cenovému rastu. Rástli ceny kľúčových komodít (okrem ropy a plynu aj dreva, uhlia, železnej rudy, hliníka, medi či ocele).



V lete stúpili ceny niektorých druhov zeleniny, v prípade ktorých sa stará úroda mihala skôr, než dozrela nová. Rástol domáci dopyt po tovaroch dlhodobej spotreby, čo sa premietlo do vyšších cien stavebného materiálu, áut, nábytku. Tento zvýšený spotrebiteľský dopyt po drahších statkoch už signalizoval rastúceinflačné očakávania domácností, nákupy sa realizovali aj za cenu nárastu zadlženia (zrýchlil sa rast spotrebných úverov). V tejto situácii centrálna banka v júli opäť zvýšila kľúčovú úrokovú sadzbu, tentokrát rovno o celý percentuálny bod. Sadzbu banka do konca roka ešte opätovne zvyšovala, až na úroveň 8,5 %.

Na jeseň pokračujúci rast ekonomiky tlmili výsledky poľnohospodárstva, v ktorom sa produkcia v auguste a v septembri výraznejšie prepadla v dôsledku odkladu sejby a následne neskoršieho zberu úrody. V ostatných odvetviach sa v treťom štvrtroku završoval proces pokrízovej obnovy, s výnimkou ťažby a dobývania, kde došlo k problémom v produkcii zemného plynu. Pokračoval rast spotrebiteľskej aktivity aj rast investícií. Miera nezamestnanosti naďalej klesala. Rast reálnej mzdy vplyvom inflácie spomalil, nominálna mzda však rástla naďalej vysokým tempom (tempo oscillovalo okolo úrovne 10 % až do konca roka).

V auguste a septembri už inflácia výrazne prekonávala očakávania (v septembri presiahla 7 %). S cieľom tmiť dôsledky rastúcich cien pre obyvateľstvo navrhol koncom leta prezident vyplatiť jednorazové paušálne dávky vo výške 10 tisíc rubľov dôchodcom a vo výške 15 tisíc rubľov príslušníkom armády, o dávku 10 tisíc rubľov mohli požiadať aj rodičia školopovinných detí. Mimoriadnu výplatu dávky vojakom podporil minister obrany Šojgu so slovami, že platy vojakov by sa mali udržiavať na dostatočne vysokej úrovni, aby mal štát vždy dobre vycvičenú a profesionálnu armádu (Lenta.ru, 2021).

Príchod jesennej vlny pandémie nového koronavírusu čiastočne ovplyvnil výsledky v poslednom štvrtroku 2021. Najmä v októbri a novembri v niektorých regiónoch opätovne zavedené obmedzenia na služby v oblasti maloobchodu a stravovania citelnejšie ovplyvnili spotrebiteľskú aktivitu aj tržby z predaja nepotravinových výrobkov. K pozitívnemu obratu však došlo už v decembri. Ku koncu roka už aj maloobchodné tržby presahovali úroveň spred pandémie. Tak isto objem poskytnutých trhových služieb domácnostiam predstihol predkrízovú úroveň ešte pred koncom roka. K zrýchleniu rastu produkcie došlo v tom čase tak v ťažbe a dobývaní, ako aj v spracovateľskom priemysle. Celková ťažba nerastných surovín prekročila úroveň spred pandémie (aj napriek tomu, že pre ropu to neplatilo), priemyselná produkcia presiahla úroveň spred pandémie o viac ako 5 %. Za lepšími výsledkami v poľnohospodárstve v poslednom štvrtroku stál zvýšený zber kľúčových plodín (kukurica, slnečnica, cukrová repa). Miera nezamestnanosti naďalej klesala, k decembru až na 4,2 %, nedostatok pracovnej sily prispieval k mzdovému rastu. V priemere za rok vzrástol hrubý domáci produkt o 4,7 %. Vo výsledku bola produkcia tak v ťažobnom ako aj spracovateľskom priemysle medziročne vyššia o viac ako 4 %, pridaná hodnota v obchode presiahla úroveň roka 2020 o 8 %. V priemere za rok si polepšili všetky odvetvia, s výnimkou poľnohospodárstva.

### **Príkaz na vojenskú inváziubol vydaný v čase dobrej pokrízovej kondície domáceho hospodárstva a rekordnej akumulácie rezerv**

Oživenie podnikateľskej aj spotrebiteľskej aktivity spolu so silnejúcim vonkajším dopytom nielenže pomohli ekonomike prekonať pandemickú recesiu, hospodársky rast sa v daných podmienkach podľa ruskej centrálnej banky dostal nad hranicu rovnovážnej trajektórie. Problémom bola zväčšujúca sa ponukovo-dopytová medzera, keďže možnosti ponuky uspokojovať mohutne sa zotavujúci dopyt boli limitované nielen výpadkami v dodávateľských reťazcoch, logistickými problémami, ale aj nedostatkom domácej pracovnej sily. Situáciu centrálna banka vyhodnotila ako prehrievanie sa ekonomiky a rast sa snažila aktívne tmiť ďalším sprísnením monetárnych podmienok vo februári 2022, keď inflácia už presahovala 9 %, s cieľom zhoršiť dostupnosť úverov. Ďalší rast úverovej aktivity by totiž v takýchto podmienkach skôr než k nárastu spotreby a produkcie viedol k prehĺbeniu zvyšovania cien (v dôsledku neuspokojeného dopytu). S infláciou v tom čase bojovali už aj ďalšie kľúčové ekonomiky (prakticky všetky vspelé s výnimkou Japonska a mnohé rozvíjajúce sa), v prípade Ruska k nej ale vo väčšej miere prispela situácia na domácom trhu, než inflácia importovaná



zo svetových komoditných trhov. Banka už od marca 2021 prijímala opatrenia len v postupných krokoch aj za cenu toho, že priznávala neschopnosť priblížiť sa k inflačnému cieľu v horizonte aktuálneho roka – skokovitého nárastu kľúčovej sadzby sa chcela vyvarovať, aby neohrozila finančnú stabilitu a stabilitu hospodárskeho rastu (CBR, 2022a).

V prípade Ruska najrýchlejšie rástli ceny potravinových tovarov (vyššie ceny krmív, hnojív, spotrebného materiálu, palív, obalov, prepravy atď. sa stretli s postkovidovým nedostatkom pracovných migrantov v agrosektore, poklesom úrody obilia a rozšírením chorôb ošípaných a hydiny). Svetové ceny komodít presahovali úroveň roka 2019, ceny ropy a zemného plynu sa začiatkom roka 2022 šplhali k novým cyklickým maximám. Cena plynu v Európe vzrástla na najvyššiu úroveň vôbec, a to ešte pred inváziou. Inflačné očakávania ruských podnikov aj domácností dosahovali niekoľkoročné maximá.

Na druhej strane, vysoké svetové ceny komodít prispievali k rastu príjmov z exportu. Hodnota ruského vývozu v roku 2021 medziročne vzrástla o viac ako 40 % (len hodnota vyvezených tovarov sa priblížila k 500 miliardám amerických dolárov, a to aj napriek zníženiu fyzického objemu vyvezených palivovo-energetických surovín) a výrazne presiahla zlepšenie na strane dovozu. Prebytok bežného účtu platobnej bilancie tak medziročne stúpol o 86 miliárd dolárov a dosiahol rekordnú úroveň 122 miliárd USD. Krajiny EÚ v dôsledku vývoja cien surovín zvýšili svoj podiel na ruskom vývoze o 4 % (podiel krajín EÚ na hodnote ruského exportu presiahol 38 %), naopak, svoj podiel znížili krajiny APEC či krajiny Euroázijskej hospodárskej spolupráce. Z pohľadu jednotlivých krajín najväčší podiel na ruskom vývoze dosahovali Čína, Holandsko a Nemecko. Rusko najviac dovážalo z Číny (až štvrtinu všetkého dovozu), z Nemecka a z USA. Výsledkom vývoja zachyteného v štatistikách platobnej bilancie bol nárast rezervných aktív o viac ako 63 miliárd USD, v súlade s rozpočtovým pravidlom realizovalo Rusko nákup cudzej meny a spolu s efektom jednorazových faktorov (pridelenie SDR) stúpili medzinárodné rezervy Ruska ku koncu roka 2021 na nové historické maximum, keď presiahli úroveň 630 miliárd dolárov. Podobne, vďaka rekordným cenám komodít sa priaznivo vyvíjal aj federálny rozpočet. Ten ukončil rok 2021 s prebytkom na úrovni 4 % HDP, po deficitnom hospodárení v prvom roku pandémie. Návrat k prebytkovému hospodáreniu umožnili výlučne rozpočtové príjmy, ktoré medziročne stúpili o viac ako tretinu (z toho len príjmy z ropy a plynu stúpili o viac ako 70 %). To umožnilo v priebehu roka výrazne zvýšiť rozpočtové výdavky oproti plánovanému rozpočtu (napríklad aj na výplatu spomínaných jednorazových dávok obyvateľstvu, ale aj na fiškálne protipandemické a protikrizové stimuly, teda ponechanie expanzívnej fiškálnej politiky z prvého roka pandémie). Objem prostriedkov v štátnom Fonde národného blahobytu presahoval 10 % HDP, z toho viac ako polovica boli likvidné aktíva (na bankových účtoch).

Aj napriek vyššie spomínaným pretrvávajúcim postpandemickým komplikáciám a domácim štruktúrnym problémom tak na začiatku roka 2022 bolo možné konštatovať priaznivý vývoj mnohých makroekonomických ukazovateľov dokumentujúci dobrú kondíciu ekonomiky. Pandemické straty v produkcii boli plne kompenzované, produkcia sa blížila k limitom svojho potenciálu. Rekordne nízke úrovne miery nezamestnanosti a pokles ekonomickej neaktivity signalizovali priblíženie sa k limitom ponuky domácej pracovnej sily. Výsledný tlak na rast miezd zabezpečoval solídny rast spotreby aj napriek tomu, že z reálnych príjmov čoraz viac ukrojovala zrýchľujúca inflácia. Obchodná bilancia zaznamenala rekordný prebytok, devízové rezervy rástli, federálny rozpočet disponoval štedrým prebytkom aj napriek zvýšeným rozpočtovým výdavkom, objem prostriedkov v štátnom suverénnom fonde sa aj napriek dvom rokmi boja s pandemiou neznižil a predstavoval solídny vankúš, z ktorého prevažná časť mala likvidnú pohotovostnú formu. Ceny hlavných ruských exportných komodít rásť naďalej aj s príchodom roka 2022, a to vrátane tej pre Rusko kľúčovej – ropy.

### **Reakcia západu na inváziu priniesla ekonomike kombináciu šokov**

Po krátkom poklese v posledných dvoch mesiacoch roka sa v januári 2022 cena ruskej prémiovej ropy Ural dostala nad hranicu 85 dolárov za barel, k čomu došlo po prvýkrát od októbra 2014. Pritom priemerná cena ropy Ural v prvom roku pandémie predstavovala len 42 dolárov za barel a v jej druhom



roku (2021) stúpila na 69 dolárov (čo bola úroveň už porovnateľná s predpandemickým rokom 2019). Zvyšujúca sa ponuka ropy s príchodom roka 2022 zaostávala za ešte výraznejším posilňovaním dopytu po nej, v dôsledku čoho cenový rast napredoval. Aj samotná eskalácia geopolitického napätia tlačila na rast cien komodít. Prvotný šok z ruskej invázie na Ukrajinu vyhnal cenu ropy prudko nahor, ešte aj druhý marcový týždeň presahoval hranicu 100 dolárov za barel v prípade ruskej ropy a dokonca 120 dolárov za barel v prípade americkej ropy Brent. Trh zareagoval na západné odsúdenie ruskej agresie a prijímané politické kroky pred polovicou marca a cena ruskej ropy začala (aj keď so značnou volatilitou) padať. Volatilný bol aj vývoj ceny americkej ropy, cenový rozdiel medzi nimi ale rýchlo narastal a do polovice apríla dosiahol doterajšie maximum 37 dolárov (neskôr sa ceny týchto dvoch značiek ropy začali opäť mierne približovať)<sup>2</sup>. Dôležité je však poznamenať, že následkom vývoja, ktorý predchádzal ruskej invázii (pandemické hospodárske prepady a následné postpandemické problémy s neuspokojeným rýchlo sa zotavujúcim dopytom), v kombinácii s dôsledkami konfliktu na Ukrajine, sa svetové ceny ropy celé mesiace od začiatku invázie udržiavali nad dlhodobým priemerom, z čoho benefitovala aj samotná ruská ropa – po celý čas od začiatku invázie do konca novembra 2022 neklesla jej cena pod úroveň 60 dolárov za barel, čo je stále porovnateľné s jej hodnotou pred pandémie (2019) a vysoko nad hranicou ruského pôvodného rozpočtového pravidla, podľa ktorého prebytočné zisky z exportu ropy (ak jej cena presahovala 40 USD za barel) smerovali do tvorby rezervného fondu (realizovanej nákupom zahraničnej meny). (O úprave rozpočtového pravidla, ktoré bolo v dôsledku invázie pozastavené, začalo ruské ministerstvo financií uvažovať až v júli, hranicu určujúcej ceny navrhlo zvýšiť na 60 dolárov; jedným z cieľov malo byť brzdiť rýchle posilňovanie domácej meny znehodnocujúce príjmy z exportu, ale úvahy smerovali aj k vytvoreniu nového mechanizmu tvorby rezerv v časoch sankciami obmedzeného nákupu zahraničnej meny na devízovom trhu; Reuters, 2022). Cena ruskej ropy nad hranicou 60 dolárov za barel, čo je nad úrovňou, ktorú samotná ruská centrálna banka považuje za dlhodobo rovnovážnu, dokumentuje o. i. pokračujúce obchodovanie s ruskou ropou aj napriek opakovanému sprísňovaniu sankcií zo strany západných krajín.<sup>3</sup>

Aj keď príklad vývoja ceny ruskej ropy čiastočne relativizuje dôsledky invázie a následných sankcií pre Rusko, v skutočnosti domáca ekonomika v marci naozaj čelila kombinácii viacerých dramatických šokov, vyvolaných predovšetkým koordinovanou a súdržnou reakciou západných krajín. Išlo najmä o drastické obmedzenie zahranično-obchodnej výmeny a sankcie vo finančnej oblasti, komplikujúce nielen cezhraničné finančné prevody, ale aj brániace domácejmu regulátorovi (centrálnej banke) efektívne reagovať na očakávanú krízu štandardnými nástrojmi. K sankciám zavedeným jednotlivými štátmi sa pridávali súkromné spoločnosti, čo vyvolalo lavínové rozhodnutia o opustení ruského trhu. Z krajiny sa stiahlo viacero prestížnych západných značiek, komplikácie s uhrádzaním záväzkov ale sťažovali obchodovanie aj s menšími firmami so sídlom v krajinách, ktoré sankcie voči Ruskej federácii zaviedli. Rušili sa budúce aj existujúce zmluvy, ruské subjekty začali pociťovať problémy s obstarávaním finálnych tovarov, komponentov, aj surovín. Nielen v dôsledku oznámení o ukončení obchodných aktivít západných firiem na ruskom trhu, ale aj v obavách z prepady kurzu rubľa a vysokej inflácie domácnosti realizovali ešte na prelome februára a marca nárazové nákupy a po tomto skoku sa spotrebiteľská aktivita náhle prepadla. V marci rástol už len obrat obchodu s potravinami, u nepotravinových tovarov maloobchodný obrat klesol o takmer 6 %, služby verejného stravovania zaznamenali zníženie o 7 %, citeľne klesli aj trhové služby poskytnuté domácnostiam. Obrat vo veľkoobchode poklesol zatiaľ len mierne. Vývozcovia pociťovali problémy s realizáciou platieb, polovica podnikov v prieskume centrálnej banky v prvých marcových týždňoch deklarovala

<sup>2</sup> Prehľadné interaktívne grafy dokumentujúce vývoj cien ropy a porovnanie cenového rozdielu medzi ruskou ropou Ural a americkou ropou Brent v čase je možné nájsť napríklad na stránke <https://www.neste.com/investors/market-data/crude-oil-prices#b3d895e5>.

<sup>3</sup> Podobne tomu bolo aj u ostatných ruských hlavných vývozných surovín, obchodovali sa síce za znížené ceny, samotné obmedzenia aplikované západnými krajinami na dovoz z Ruska ale udržiavali svetové ceny na trhoch vysoko nad dlhodobým priemerom, k určitým korekciám začalo dochádzať až v apríli.



problémy so zásobovaním. Išlo o väčší podiel než počas prvej jarnej vlny pandémie, keď k podobným problémom dochádzalo v dôsledku tvrdých lockdownov. Podľa prieskumu viac ako polovica podnikov so zahraničnou spoluprácou čelila problémom pri zúčtovaní. Väčšina vývozcov uviedla, že v tom čase nedokázala nájsť nových odberateľov na zahraničných trhoch (CBR, 2022b). K citeľnejšiemu zníženiu priemyselnej produkcie došlo hneď v marci (-2,4 %), aj keď priemerný výsledok za február bol už tiež mierne záporný. Ťažobný priemysel zatiaľ odolával. Kríza sa v prvom mesiaci po invázii neprejavila zatiaľ ani v stavebníctve či nákladnej doprave.

Domáca mena začala oslabovať hneď vo februári, do 10. marca, keď jej znehodnotenie vrcholilo, klesla hodnota rubľa voči doláru z predvojnových 80 rubľov až na 135 rubľov za dolár. Vznikal nedostatok rubľovej likvidity v bankovom sektore, index MOEX denominovaný v rubľoch klesol na úroveň zo začiatku pandémie, moskovská burza cenných papierov v tejto situácii pozastavila obchodovanie. Burza sa znovu otvorila až po mesiaci, deň po prezidentovom oficiálnom verejnom vyhlásení, že Rusko bude „nepriateľským“ krajinám predávať plyn len za rubele. Centrálna banka už v deň začatia invázie na Ukrajinu oznámila sériu opatrení na stabilizovanie domáceho finančného sektora. Následné zablokovanie jej devízových účtov ako súčasť prijatých sankcií znemožnilo centrálnej banke vykonávať pôvodne ohlásené devízové operácie. Banka prišla s alternatívnym opatrením na stabilizáciu finančného trhu a obmedzila kapitálové toky (zákaz vyplácania dividend či odpredaja ruských aktív nerezidentom, obmedzenie prevodov devízových prostriedkov, zákaz predaja valút fyzickým osobám a iné). K ďalším krokom proti finančnej destabilizácii patrili operácie na zvýšenie likvidity, zníženie povinných minimálnych rezerv a zvýšenie kľúčovej sadzby. K nárazovému zvýšeniu kľúčovej úrokovej sadzby, ktorého sa, ako sme uviedli vyššie, snažila vyvarovať ešte vo svojom stanovisku z 11. februára, tak napokon v dôsledku invázie predsa len musela pristúpiť, a to ešte pred koncom toho istého mesiaca. Zvýšenie sadzby z 9,5 % na 20 % označila za dočasné protikrizové opatrenie. Zvýšenie sadzby prispelo k udržaniu finančnej stability a brzdilo infláciu, spolu s ochladeným dopytom a opätovne posilňujúcim rubľom. Hodnota rubľa sa vrátila na predvojnovú úroveň už v druhej polovici marca, deficit likvidity v bankovom sektore vystriedal prebytok, čisté zostatky v rubľoch na bežných účtoch a vkladoch domácností sa vrátili na februárovú úroveň v apríli. Zvýšené úroky limitovali spotrebu a motivovali k úsporám. Začalo dochádzať k poklesu inflačných očakávaní podnikov aj domácností. Situácia umožnila centrálnej banke pristúpiť k znižovaniu protikrizovo nastavenej sadzby už v apríli (keď inflácia dosiahla vrchol blížiaci sa 18 percentám a začala spomaľovať), v dvoch krokoch na konečných 14 % a neskôr v máji na 11 %. To už sledovala cieľ tlmieť rozsah prepadu ekonomickej aktivity a opätovne zvýšiť dostupnosť úverov. V tom čase banka odhadovala pokles fyzického objemu ruského vývozu v dôsledku západných sankcií o 17 až 21 % (v roku 2022), avšak v hodnotovom vyjadrení len o 8 %, vďaka medziročne výrazne vyšším cenám komodít, ktoré postpandemická situácia a neskôr aj samotný konflikt tlačili nahor. Národná stratégia substitúcie importu zo západu domácou či inou zahraničnou produkciou bola v platnosti v Rusku už od roku 2014, aj tak ale národná autorita predpokladala, že sankciami obmedzovaný vývoz do Ruska sa prejaví na poklese fyzického objemu ruského dovozu v rozsahu jednej tretiny.

Náznaky adaptácie ruských podnikov sa začali objavovať v apríli, keď sa začal znižovať podiel spoločností, ktoré hlásili prerušenia dodávok. Klesal aj počet podnikov, ktoré museli pozastaviť svoju prevádzku. Vzhľadom na pravdepodobne dlhé trvanie sankcií bude prípadná adaptácia domácich subjektov vyžadovať sériu krokov, od hľadania nových dodávateľov či odberateľov, cez vyššiu efektívnosť s cieľom kompenzovať drahšiu prepravu, až po inovovanie výrobných alebo obchodných modelov reflektujúc zmeny v dostupnosti technológií či odlišné preferencie na nových trhoch. Vojnový konflikt ale ovplyvní nielen súkromné investície a tvorbu kapitálu, ale aj spotrebu domácností (v dôsledku potenciálneho zvýšenia nezamestnanosti, zníženia reálnych príjmov, drahšieho dovozu či vyššieho sklonu k úsporám). V tom čase hovorili domáce prognózy pre rok 2022 o poklese ekonomiky v rozsahu 8 až 10 % (CBR, 2022b). Európska komisia vo svojej jarnej prognóze (European Commission, 2022a) odhadla prepád ruského HDP na úrovni -10,4 %, pesimistickejšie totiž (v porovnaní s ruskou centrálnou bankou) videla pokles konečnej spotreby domácností aj investícií do fixného kapitálu. Horšie vyhliadky mal zas podľa Svetovej banky ruský vývoz, tá preto publikovala ešte pesimistickejší odhad prepadu ruskej ekonomiky než komisia (-11,2 %; World Bank 2022a).



### Adaptácia na nové podmienky?

V neskorších jarných mesiacoch sa transformovalo spotrebiteľské správanie ruských domácností. Keďže rubľ po začiatku invázie dramaticky oslabil, zvýšili sa náklady producentov a akési „predzásobovanie“ sa domácností po vypuknutí konfliktu umožnilo preniesť zvýšené náklady do konečných cien. V neskorších týždňoch, súbežne s posilňovaním domácej meny a znižovaním nákladov, začali byť spotrebiteľia v obstarávaní viac obozretní, jednak v dôsledku obáv a neistoty ale aj preto, že ceny niektorých tovarov boli premrštené a domácnosti očakávali ich korigovanie. Začal sa proces stanovovania nových rovnovážnych cien na trhu. Popri tom stúpala miera úspor, okrem neistoty z ďalšieho vývoja to čiastočne mohlo súvisieť aj so stiahnutím viacerých západných značiek z ruského trhu, spotrebiteľia vyčkávali, hľadali nové cesty, ako sa k produktom dostať, eventuálne čím ich nahradiť (súbežne s rastom vkladov domácností sa menila ich štruktúra, dochádzalo k ich dedolarizácii). Okrem toho to bol predovšetkým posilnený rubľ, ktorý spolu s opatrnejším spotrebiteľským správaním prispel k postupnému zmierňovaniu inflačných tlakov. Po tom, čo rast cien spomaľoval už dva mesiace, pristúpila centrálna banka k opätovnému zníženiu kľúčovej sadzby, a to hneď dva krát, oba razy až o 150 základných bodov (v júni a júli), spolu na 8 %. Ochladnutie spotrebiteľského dopytu (maloobchodný obrat bol v apríli a máji približne 10 % pod úrovňou predošlého roka) ale v tom čase nesúviselo s prípadným reálnym zásadne negatívnym vývojom trhu práce (s výnimkou vývoja reálnej mzdy pod vplyvom inflácie) – miera nezamestnanosti sa stále držala na historicky rekordne nízkych úrovniach (pod 4 %). Problémy v ekonomike sa zatiaľ (na prelome jari a leta) na trhu práce prejavili skôr v podobe poklesu počtu voľných pracovných miest, častejšieho využívania čiastočných úväzkov a samozrejme v poklese reálnej mzdy (aj napriek tomu, že nominálne mzdy rástli 10 a viacpercentným tempom v daných mesiacoch roka). Stabilitu vývoja na trhu práce dokumentoval aj fakt, že po pármesačnom útlme začal už v júni objem spotrebných pôžičiek rásť. (Zotavoval sa aj trh s hypotekárnymi úvermi, ale v ich prípade rolu zohrali preferenčné programy).

Významným faktorom vývoja v prvých mesiacoch po invázii bola schopnosť Ruska presmerovať časť exportu, predovšetkým ropy, na nové trhy (najmä do Číny, Indie a Turecka). V kombinácii so stále vysokými cenami na komoditných trhoch, ktoré vo výsledku viac než kompenzovali výpadky vo fyzickom objeme vývozu, to v druhom štvrtroku 2022 v skutočnosti pre Rusko znamenalo až o 20 % vyššiu hodnotu vyvezených tovarov a služieb, než rok predtým. Takýto vývoj ruského exportu presahoval akékoľvek očakávanie. Aj menší než pôvodne očakávaný výpadok v dovoze signalizoval, že sa darilo budovať nové dodávateľské cesty (týkalo sa to spotrebných tovarov, dovoz investičných tovarov a medziproduktov utrpel viac, celkový dovoz vo výsledku poklesol v druhom štvrtroku o 22 %). Dovozy boli významne tlmené problémami v logistike, komplikáciami s poistením, aj problémami so zúčtovaním so zahraničnými partnermi. Investičná aktivita bola ovplyvňovaná nielen obmedzením dodávok spoza hraníc a logistickými problémami, celková neistota a fluktuácia vo vývoji výmenného kurzu jej nepriali tiež. V apríli aj máji pokračoval pokles podnikateľskej aktivity, ktorý započal v marci, k utlmeniu dochádzalo v kľúčových odvetviach priemyslu (tentokrát už vrátane ťažobného priemyslu) aj služieb, stranou ostalo len stavebníctvo. Mnohé podniky sa však vyvarovali úplného vyčerpania svojich zásob, kým hľadali nových dodávateľov, čím sa vyhli prípadným prerušeniam vo výrobe. Ďalšou stranou problému je samozrejme možný výpadok odberateľov, či už na zahraničných alebo domácich trhoch. Dotknuté podniky sa budú musieť adaptovať buď nájdením nových odberateľov, úpravou svojej ponuky alebo znížením výroby, napokon aj s možnými konkvenciami pre lokálny trh práce. Zmierňovanie monetárnych podmienok sa odrazilo na zotavovaní podnikateľských úverov, pôžičky v zahraničných menách boli nahradzované rubľovými. V júni už index podnikateľskej klímy vzrástol, po prvý krát od februára.

V dôsledku sankcií a kontroly kapitálových tokov sa stal výmenný kurz domácej meny viac volatilný, ale aj viac vystavený vplyvom vývoja bežného účtu platobnej bilancie. Výsledkom nečakane priaznivého vývoja hodnoty ruského vývozu spolu s prepadom dovozu bol rekordný prebytok bežného účtu – ten v druhom kvartáli presiahol 70 miliárd amerických dolárov. Rekordný prebytok spolu s obmedzením kapitálových tokov (v dôsledku sankcií ale aj odvetných opatrení) prispel k podstatnému posilneniu rubľa. Výmenný kurz voči doláru tak v júni predstavoval 57 rubľov za dolár, pritom ako uvádzame vyššie, ešte v prvej polovici marca sa prepadol z predvojnových 80





rubľov za dolár na 135 rubľov. Reálny efektívny výmenný kurz sa tak nachádzal mierne nad predošlou rekordnou úrovňou z roka 2013. Vývoj bežného účtu platobnej bilancie v najbližších mesiacoch (očakáva sa znižovanie prebytku) sa tak stáva významným rizikom blízkeho vývoja výmenného kurzu a vo výsledku tlmenia či opätovného posilnenia proinflačných faktorov.

Vďaka menším výpadkom príjmov z vývozu, než sa očakávalo, a celkovo menším hospodárskym následkom geopolitických udalostí, pristúpili k revidovaniu svojich prognóz viaceré inštitúcie. Domáca centrálna banka vo vyhlásení publikovanom v júli 2022 (CBR, 2022c) zmiernila svoj májový odhad prepadu HDP z pôvodných -8 až -10 % na rozsah -4 až -6 %, pri priemernej ročnej cene ruskej ropy Ural na úrovni 80 dolárov za barel. V neskorších vydaniach revidovali svoje prognózy aj spomínaná Európska komisia či Svetová banka.

### Neúčinné obchodné sankcie? Rekordné príjmy z vývozu len jedným z aspektov, zato významným

Aj keď pred letom 2022 už začalo dochádzať k trhovej korekcii svetových cien niektorých komodít (železnej rudy a základných kovov, pšenice a iných poľnohospodárskych plodín) a pokles cien u nich do jesene pretrvával, ceny energetických surovín ostávali na vysokej úrovni v porovnaní s predošlými rokmi (ropa, plyn aj uhlie). Cena ropy medzi júnom a októbrom klesala s vysokou mierou volatility, stále sa však nachádzala vo vysokých pásmach. Priemerná kvartálna cena ruskej ropy Ural v treťom štvrtroku klesla z predošlých 79 na 74 dolárov za barel, cena americkej ropy Brent sa znížila v ešte väčšej miere (zo 112 na 98 dolárov za barel). Rozdiel v ich cenách, ktorý vznikol po zavedení sankcií v reakcii na ruskú inváziu, sa tak zmenšil z 33 na 24 dolárov. K poklesu ceny ropy dochádzalo v dôsledku jej prebytku na trhu, októbrové rozhodnutie zoskupenia producentov ropy OPEC+ o znížení ťažby na krátko obnovilo jej cenový rast. Dramaticky sa vyvíjala situácia na trhu s plynom. Obmedzenie dodávok ruského zemného plynu do EÚ spôsobovalo extrémne tempá rastu jeho ceny už od mája, tento cenový rast v lete vrcholil (v auguste bola cena plynu v EÚ o takmer 900 % vyššia, než v januári 2019). Ceny plynu začali klesať v septembri a októbri, po oznámení splnenia záväzku naplniť zásobníky s plynom na 80 %, v porovnaní s predošlými rokmi ale ostávali na násobných hodnotách. Cena uhlia ako alternatívneho paliva reagovala v lete na napätie na trhu s plynom.

Hodnota ruského exportu tak v treťom štvrtroku v porovnaní s predošlým kvartálom poklesla len mierne. V skutočnosti priemerná kvartálna hodnota ruského vývozu v prvých dvoch štvrtrokoch, ktoré už boli ovplyvnené sankciami (teda za druhý a tretí kvartál 2022) vo výške blížiacej sa 158 miliardám dolárov<sup>4</sup> bola prakticky dvojnásobná v porovnaní s druhým štvrtrokom 2020, keď bola zahranično-obchodná výmena (vrátane cenového faktora) dramaticky zasiahnutá prepuknutím globálnej pandémie. Aj hodnota dovozu sa držala nad úrovňou z pandemickej jari 2020. Medziročne síce dovoz od zavedenia sankcií naďalej klesal, ale tempo tohto poklesu sa oproti predošlému štvrtroku významne zmiernilo, čomu určite napomohol aj v tom čase (tretí štvrtrok 2022) medziročne takmer o štvrtinu silnejší rubel. Obchodné sankcie zavedené voči Rusku, ktoré obmedzili dostupnosť ruských surovín a tovarov na západných trhoch, ale zároveň tým vyhnali ceny komodít od ostatných dodávateľov na rekordné hodnoty, tak nedokázali za prvý polrok od začiatku invázie ani zďaleka postihnúť exportné príjmy Ruska tak, ako to dokázal koronavírus. Práve naopak, ruské príjmy z vývozu boli podstatne vyššie, než v predošlých dvoch rokoch, dokonca dvojnásobne vyššie v porovnaní s pandemickou jarou v roku 2020.

Odhliadnuc od rekordných exportných príjmov, reálny makroekonomický vývoj postihnutý bol. Aj v treťom štvrtroku pokračoval medziročný pokles produkcie v kľúčových odvetviach, aj keď tempo poklesu sa výrazne zmiernilo<sup>5</sup> a v porovnaní s predošlým kvartálom bolo možné pozorovať dočasné zlepšenia (medzikvartálne priemyselná produkcia mierne vzrástla, po prerušení prevádzky sa

<sup>4</sup> Zatiaľ počítané z novembrových odhadov centrálnej banky, definitívne údaje za tretí štvrtrok v čase publikovania príspevku neboli známe.

<sup>5</sup> Output v kľúčových odvetviach ekonomickej aktivity vykazuje domáca centrálna banka ako agregovaný údaj, v jeho prípade sa pokles, s dnom v júni (-4,7 %), do augusta spomalil na -1,6 % (CBR, 2022d - tabuľková časť prílohy).



zotavoval domáci automobilový priemysel, výrazne rástla napríklad výroba farmaceutík či poľnohospodárskych strojov). Pretrvávalo ochromenie spotrebiteľského dopytu (medziročný prepád maloobchodného obratu sa síce tiež zmiernil, ale ostával hlboký, v júli aj auguste takmer 9-percentný), u nepotravinových tovarov klesal podiel obstaraných drahých produktov (dochádzalo k zámene za dostupnejšie tovary a k odkladaniu nákladnejších nákupov). Oživeniu spotreby neprišlo zvýšené geopolitické napätie, domácnosti pravdepodobne stále reagovali aj na zmeny v dostupnosti tovarov a skladbe ponuky. Nezanedbateľnú úlohu tu zrejme zohrala aj čiastočná mobilizácia a súvisiaca zvýšená miera neistoty a obáv medzi obyvateľstvom (zintenzívnenie opatrného spotrebiteľského správania a zvýšený sklon k úsporám signalizovali podľa centrálnej banky štatistiky po vyhlásení mobilizácie). V letných mesiacoch sa prehĺbil pokles obratu v nákladnej doprave (znižila sa preprava surovín a medziproduktov, napr. uhlia, železných kovov, hnojív). Naopak, stavebníctvo dosahovalo solídne tempá rastu a poľnohospodárska produkcia v auguste medziročne vzrástla takmer o 9 % vďaka očakávanej rekordnej úrode obilia. V spomínanej nákladnej doprave dochádzalo k pomerne radikálnym zmenám. Významná časť medzinárodnej dopravy bola presmerovaná do námorných prístavov na Ďalekom východe (v dôsledku čoho tieto zvýšili svoj podiel na námornej kontajnerovej preprave zo 40 % na 70 %; CBR, 2022d). Prepravná kapacita železníc vedúcich do týchto prístavov sa stala kľúčovou – prípadné preťaženie by ohrozilo vývoz ruských surovín a produkcie, ale aj brzdilo narastajúci dovoz z Ázie. Pre niektorých výrobcov uhlia, ropné rafinérie a petrochemické podniky predstavovalo presmerovanie dodávok na východ vážny logistický problém (tamtiež). Ťažkosti s odbytom ich potenciálne prinútiť znížiť produkciu.

Miera nezamestnanosti naďalej klesala (stále pod úrovňou 4 %), nominálne mzdy rástli ešte rýchlejšie než v predošlom štvrtroku, pokles reálnej mzdy pribrzdil aj vďaka spomaľujúcej inflácii. Naďalej dochádzalo ku korekcii jarných premrštených cien v niektorých spotrebných segmentoch (stavebný materiál, elektronika, nábytok, niektoré potravinové tovary). Otázkou zatiaľ ostáva, aký dopad bude mať na lokálne trhy práce čiastočná mobilizácia a v jej dôsledku prípadné prehĺbenie nedostatku určitých kategórií pracovnej sily. Odraziť sa môže na zvýšenej pracovnej migrácii medzi regiónmi Ruskej federácie či medzi odvetvami ekonomiky.

Aj napriek úsiliu centrálnej banky (opakované uvoľňovanie monetárnych podmienok) sa od septembra začali podmienky na domacom finančnom trhu zhoršovať – dôvodom bola najmä eskalácia geopolitického napätia. Investori prehodnocovali mieru rizika, banky zaznamenávali odlev hotovostných prostriedkov, v reakcii na čo zvýšili úročenie vkladov. Zastavil sa pokles úrokových mier na úvery, banky od októbra zvyšovali požiadavky na dlžníkov, čo signalizoval pokles podielu schválených úverov. Úverová aktivita zatiaľ ostávala vysoká, čo sa týka podnikateľských aj spotrebných úverov, od októbra sa však objavovali signály spomalenia.

Medzikvartálne zlepšenie v niektorých sektoroch priemyslu v treťom štvrtroku, výrazne pozitívny výsledok poľnohospodárstva a stavebníctva a samozrejme pretrvanie solídnych príjmov z vývozu primárne centrálnu banku po troch mesiacoch opätovne zmierniť svoj odhad prepádu ekonomiky pre rok 2022, tento krát na -3 % až -3,5 % (pri predpokladanom ročnom priemere ceny ruskej ropy 78 dolárov za barel; CBR, 2022d). Za riziká odhadu označila prípadnú recesiu svetovej ekonomiky, ktorá by znamenala pokles dopytu po komoditách, vrátane ruskej ropy. K ďalším rizikám samozrejme patrí prehĺbenie eskalácie vojenského konfliktu či ďalšia mobilizácia v Rusku. V súvislosti s korekciou svetových cien komodít aj očakávaným spomalením (eventuálne poklesom) svetovej ekonomiky a následným ochladením globálneho dopytu sa pravdepodobne exportné príjmy Ruska znížia. Naopak, ako sa dovozovia postupne adaptujú na obchodné sankcie a budujú nové dodávateľské vzťahy, nachádzajú spôsoby vysporiadania záväzkov a prekonávajú prekážky v logistike, objem dovozu sa bude pravdepodobne zvyšovať. To ukončí obdobie rekordných prebytkov na bežnom účte platobnej bilancie, potenciálne ovplyvní výmenný kurz rubľa a opätovne zvýši proinflačné tlaky a ovplyvní už aj tak oslabenú spotrebu. Nedostatok pracovnej sily bude síce naďalej podporovať mzdový rast, zároveň ale predstavuje ďalší proinflačný faktor. Dodatočnú pracovnú silu si bude vyžadovať rozširovanie existujúcej infraštruktúry najmä v regiónoch na východe, ktorých dôležitosť rastie v súvislosti s presmerovaním nákladnej dopravy (vývozu aj dovozu) do dopravných uzlov na východe krajiny. Súvisiace štátne investičné projekty síce zaťažia rozpočet, zmiernia ale prepád domáceho dopytu



a podporia niektoré sektory ekonomiky, čo sa vo výsledku podpíše pod zmiernenie celkového poklesu hospodárstva. Transformácia, ktorú si vyžaduje adaptácia na nové podmienky po invázii na Ukrajinu a zavedení sankcií, tak bude regionálne aj sektorovo diferencovaná. Vzhľadom na prebiehajúce adaptačné procesy by sa rast ruskej ekonomiky mohol obnoviť už v roku 2023, pokiaľ konflikt na Ukrajine zamrzne v súčasnom stave, alebo dôjde k jeho ukončeniu.

V októbri 2022 zmiernila odhad prepadu ruskej ekonomiky v aktuálnom roku aj Svetová banka, a to na -4,5 % (World Bank, 2022b), pričom konštatovala, že sankcie síce majú významný nepriaznivý vplyv na ruské hospodárstvo, v krátkodobom horizonte však slabší, než sa čakalo. Boli to jednak vysoké príjmy z vývozu komodít, ale aj tlmenie počiatočného šoku v ekonomike silnou fiškálnou podporou (3 % HDP) a opatreniami centrálnej banky, ktoré donútili Svetovú banku prehodnotiť hĺbku prepadu ruskej ekonomiky. Svetová banka ale upozorňuje, že zmrazenie polovice medzinárodných rezerv ruskej centrálnej banky a pozastavenie fiškálneho pravidla vystavujú ekonomiku väčšiemu riziku v prípade poklesu svetových cien fosílnych palív a poklesu globálneho dopytu. Očakávaný strednodobý rast ruskej ekonomiky po prekonaní tejto recesie (po roku 2023) bude podľa odhadov veľmi slabý, keďže Rusko stratilo prístup k dôležitým zdrojom produktivity. V novembri revidovala svoj odhad aj Európska komisia – reflektujúc vývoj v posledných mesiacoch zmiernila odhad prepadu ruskej ekonomiky na -5,1 %. Podobne ako Svetová banka, aj komisia predpokladá pretrvanie recesie aj v roku 2023 na pozadí pokračovania adaptačných procesov v dôsledku významného „odpojenia od globálnej ekonomiky“ a len slabé (pod úrovňou 1 %) oživenie v roku 2024 (European Commission, 2022b). K faktorom tlmiacim výraznejšie oživenie okrem nedostatku technológií a obmedzenému prístupu k západnému kapitálu komisia pridáva aj odliv mozgov a všeobecne rastúcu medzinárodnú izoláciu.

### **Namiesto záveru: konflikt na Ukrajine a zřejmé riziká globálnych rozmerov**

Po rozhodnutí vstúpiť vojnou silou na územie susedného štátu čelila Ruská federácia v historickom kontexte masívnej koordinovanej reakcii západných krajín. Cieľom opakovane rozširovaných (v našom prípade ekonomických) sankcií bola snaha o destabilizáciu a oslabenie ruského hospodárstva ako aj obmedzenie možných adaptačných manévrov. Výsledné dramatické prerušenie zahranično-obchodnej výmeny postihlo nielen adresáta sankcií, ale aj ich autorov. Aj napriek významným reformným krokom a nezanedbateľnej transformácii ruskej ekonomiky v poslednej dekáde ostáva naďalej do veľkej miery ekonomikou surovinovou. Rozsah, v akom bolo Rusko aj po zavedení sankcií naďalej schopné obchodovať s ostatnými ekonomikami mimo západného bloku (a rôznymi formami naďalej aj s ním, aj keď v menšom rozsahu) v kombinácii s možno nie úplne správne predvídaným dopadom na vývoj svetových cien, zohrali významnú úlohu pri konečnom zúčtovaní efektov obchodných sankcií. Ukázala sa tiež nielen pohotovosť a kompetentnosť národného regulátora (znemožnené devízové intervencie centrálna banka prakticky okamžite nahradila opatreniami v oblasti kapitálových tokov, výrazným ale adekvátnym sprísnením monetárnych podmienok tlmila šok na domácom finančnom trhu, apod.), pripravenosť ruských autorít na zavedenie očakávaných typov sankcií (skúsenosti s opakovanými balíčkami sankcií po roku 2014 pretavilo Rusko ešte pred inváziou do vytvorenia vlastného, alternatívneho, systému platobného styku, zavedenia vlastného systému platobných kariet akceptovaných niektorými partnerskými krajinami, apod.), ale aj významnosť vývoja cien na komoditných trhoch.

Nemožno spochybnit' dôsledky sankcií vo viacerých aspektoch domáceho makroekonomického vývoja, reálna ekonomika Ruskej federácie ich pociťuje od samého počiatku invázie doteraz. Vedľajším efektom cielenej destabilizácie ruského hospodárstva je však aj hrozba destabilizácie ekonomiky svetovej: okrem zníženia dostupnosti surovín (v dôsledku cenového vývoja) hrozí zhoršenie dostupnosti potravín (fyzickej, a v najchudobnejších častiach sveta aj cenovej), horšia dostupnosť energií, pokles životnej úrovne určitých vrstiev nielen ruského obyvateľstva, ale nepriech ekonomikami, s implikáciami pre prípadné sociálne pnutia a následné (ako história viac krát ukázala, nežiaduce) politické zmeny.



V časoch doposiaľ najvyššieho povedomia o ohrození klímy sa málo pozornosti venuje ekologickým následkom. Snaha o zvýšenie podielu využívania udržateľných a bezpečných zdrojov energie sa dostáva do kontradikcie so súčasným dňom v energetike v kontexte sebestačnosti a energetickej bezpečnosti, do diskusie v novom svetle znovu vstupuje uhlie či jadro. V čase tlaku na výrobné podniky investovať do transformácie výrobných procesov, aby spĺňali najprísnejšie ekologické normy, sa čoraz väčší podiel HDP investuje do zbrojárskej výroby, neekologickej a v konečnom dôsledku nezmyselnej, pokiaľ by existovala aspoň snaha, alebo dokonca konsenzus v plnom využití prostriedkov diplomacie medzi kľúčovými hráčmi globálnej ekonomiky. V diskusii o pravdepodobnej sabotáži na energetickej infraštruktúre týkajúcej sa EÚ takmer absentuje aspekt ohrozenia energetickej bezpečnosti či poškodenia klímy. Rovnako ako v prípade vyvolaného nahrádzania potrubného zemného plynu skvapalneným LNG, energeticky a emisne náročnejším zdrojom. Nevyhodnocujú sa ekologické následky rezignovania na využitie existujúcej tranzitnej infraštruktúry (či dokonca jej zámernej deštrukcie) a budovania novej. Celkom vymizla desaťročia rozvíjaná globálna diskusia o (ideálne úplnej) eliminácii jadrových zbraní vo svete, pritom nikdy na ňu nebol vhodnejší čas než dnes. Na vrchole pyramídy výpočtu globálnych ohrození a rizík samozrejme stojí to najväčšie – hrozba jadrového konfliktu a deštrukcia rozsiahlych rozmerov. Cielená, ale pomalá a pre iniciátorov sankcií neuspokojivá destabilizácia ruskej ekonomiky bude v prípade pokračujúceho prehlbovania sa eskalácie konfliktu možno tým menším problémom.

Z hospodárskeho a geopolitického hľadiska je nezanedbateľným sankciami poháňaným posunom aj urýchlené ekonomické zblížovanie sa Ruska a Číny (ale aj zblížovanie sa krajín zoskupených v rámci hospodárskych blokov rozvíjajúcich sa ekonomík), ktoré má nemalý potenciál ovplyvniť stávajúce postavenie Európskej únie, navyše ekonomicky ochromenej práve v dôsledku postpandemického vývoja a neželaných efektov sankcií, ale aj mocenské postavenie USA, ktoré zatiaľ dopadmi konfliktu ohrozené nie sú. Lenže je to práve spolupráca mocností, ktorá vytvára možnosti nájsť odpovede na vyššie načrtnutú riziká, nie konflikt, súperenie, vzájomné nepochopenie a odmietanie či vyčlenenie. Už dnes je zrejmé, že nevraživosť oprávnene prameniaca z vypuknutia a pokračujúcej eskalácie konfliktu minimálne na generáciu skomplikuje akékoľvek prípadné budúce snahy o spoluprácu medzi zúčastnenými stranami.

## ZOZNAM BIBLIOGRAFICKÝCH ODKAZOV

- БанкРоссии/Bank Rossii (2022): Годовой отчет Банка России 2021/ Výročná správa Ruskej centrálnej banky. Москва: Центральный банк Российской Федерации/Centrálna banka Ruskej federácie, 8. 4. 2022, 396 s.
- CBR (2021a): Monetary Policy Report No. 3 (35): July 2021. Monetary Policy Department, Moscow: Central Bank of the Russian Federation, 2 August 2021, 49 p.
- CBR (2021b): Monetary Policy Report No. 4 (36): October 2021. Monetary Policy Department, Moscow: Central Bank of the Russian Federation, 1 November 2021, 48 p.
- CBR (2022a): Monetary Policy Report No. 1 (37): February 2022. Monetary Policy Department, Moscow: Central Bank of the Russian Federation, 21 February 2022, 51 p.
- CBR (2022b): Monetary Policy Report No. 2 (38): May 2022. Monetary Policy Department, Moscow: Central Bank of the Russian Federation, 11 May 2022, 54 p.
- CBR (2022c): Monetary Policy Report No. 3 (39): July 2022. Monetary Policy Department, Moscow: Central Bank of the Russian Federation, 1 August 2022, 49 p.
- CBR (2022d): Monetary Policy Report No. 4 (40): October 2022. Monetary Policy Department, Moscow: Central Bank of the Russian Federation, 8 November 2022, 51 p.
- CBR (2022e): External Sector Statistics/Balance of Payments. Databases/International Reserves of the Russian Federation. Databases/Key Rate. Central Bank of Russia. [online data] <<https://www.cbr.ru/eng/>>.



- European Commission (2022a): European Economic Forecast - Spring 2022: Russian invasion tests EU economic resilience. Institutional Paper 173, May 2022, ISSN 2443-8014 (online), p. 143 – 144.
- European Commission (2022b): European Economic Forecast - Autumn 2022: The EU economy at a turning point. Institutional Paper 187, November 2022, ISSN 2443-8014 (online), p. 159 – 160.
- Hošoff, B. a kol. (2021): Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky: environmentálne a sociálne východiská konjunktúry. Bratislava: Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied, 308 s. ISBN 978-80-7144-324-7.
- Hošoff, B. a kol. (2022): Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky: príčiny a dôsledky rastúcich cien. Bratislava: Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied, 302 s. ISBN 978-80-7144-330-8.
- Lenta.ru (2021): Путинпредложилсделатьединовременныевыплатывсемпенсионерам и военнослужащим[Putin navrholvyplatiťpaušálnesumyvšetkým dôchodcom a vojakom]. 23 августа 2021. <https://lenta.ru/news/2021/08/23/putin/>
- Reuters (2022): Russia considers new budget rule, investment options, sources say. 19 July 2022. <https://www.reuters.com/business/energy/russia-introduce-new-budget-rule-60-per-barrel-oil-vedomosti-2022-07-19/>
- World Bank (2022a): Macro Poverty Outlook for Russian Federation: April 2022. Report No.: 170621, Macro Poverty Outlook (MPO), Washington, D.C.: World Bank Group.
- World Bank (2022b): Macro Poverty Outlook for Russian Federation: October 2022. Report No.: 176798, Macro Poverty Outlook (MPO), Washington, D.C.: World Bank Group.
- <https://www.neste.com/investors/market-data/crude-oil-prices#b3d895e5>