

3. Menový program NBS na rok 2004 a výhľad na roky 2005 – 2007

1. Úvod	2
2. Vývoj svetovej ekonomiky v roku 2003 a výhľad na rok 2004	8
3. Odhad vývoja do konca roka 2003	11
3.1 Inflácia	11
3.2 Ceny výrobcov	12
3.3 Zahraničná oblasť	13
3.3.1 Platobná bilancia	13
3.3.2 Zahraničná zadlženosť a dlhová služba	16
3.4 Hrubý domáci produkt	16
3.5 Mzdy a zamestnanosť	19
3.6 Hospodárenie verejného sektora	21
3.7 Menová politika	21
3.7.1 Menové agregáty	21
3.7.2 Realizácia menovej politiky	22
4. Menový program na rok 2004	24
4.1 Inflácia	24
4.2 Ceny výrobcov	27
4.3 Zahraničná oblasť	29
4.3.1 Platobná bilancia	29
4.3.2 Zahraničná zadlženosť	31
4.4 Hrubý domáci produkt	31
4.5 Mzdy a zamestnanosť	35
4.6 Hospodárenie verejného sektora	36
4.7 Menová politika	39
4.7.1 Menové agregáty	39
4.7.2 Realizácia menovej politiky	40
4.7.3 Záver 2004 - zhrnutie Menového programu NBS na rok 2004	42
5. Výhľad menového a makroekonomického vývoja do roku 2007	43
5.1 Inflácia	43
5.2 Ceny výrobcov	46
5.3 Zahraničná oblasť	47
5.3.1 Platobná bilancia	47
5.3.2 Zahraničná zadlženosť	50
5.4 Hrubý domáci produkt	50
5.5 Mzdy a nezamestnanosť	52
5.6 Hospodárenie verejných financií	54
5.7 Menová politika	54
5.7.1 Menové agregáty	54
5.7.2 Realizácia menovej politiky	55

Príloha:

Hlavné ekonomické a peňažné indikátory

1. Úvod

Banková rada NBS v piatok 19. decembra 2003 schválila menový program NBS na rok 2004, ako aj strednodobý výhľad na roky 2005 – 2007. Prostredníctvom tohto dokumentu tak NBS chce poskytnúť verejnosti pohľad na vývoj ekonomiky Slovenska v kontexte najnovších výsledkov vývoja makroekonomických ukazovateľov, ako aj ďalších informácií. Súčasťou menového programu na rok 2004 je aj zhodnotenie ekonomického vývoja v doterajšom priebehu roku 2003 a odhad do konca tohto roka.

Pri príprave menového programu NBS vychádzala zo známych čísel vývoja HDP v 2. polroku 2003. Aj keď výsledky HDP za 3. štvrťrok výraznejšie nemenia základné charakteristiky ekonomického vývoja, došlo pri ich zverejnení súčasne k metodickej revízii údajov HDP. Vzhľadom na to, že v čase publikovania údajov o HDP boli už práce na menovom programe na rok 2004 ukončené, nezohľadňuje tento dokument revíziu údajov ani nové údaje za 3. štvrťrok 2003. Revidované údaje HDP budú zohľadnené pri aktualizácii menového programu na rok 2004. V porovnaní s prvým polrokom (3,9%) sa ekonomický rast za prvé tri štvrťroky (4,0%) síce zrýchlil, naďalej však bol determinovaný výhradne zahraničným dopytom. Aj v 3. štvrťroku pokračoval pokles domáceho dopytu, predovšetkým v dôsledku ďalšieho zníženia súkromnej spotreby. Rovnako ako v prvom polroku nedošlo ani v 3. štvrťroku k oživeniu investičného dopytu, ktorého klesajúca tendencia pretrváva už takmer dva roky.

Základné tendencie makroekonomického a menového vývoja v roku 2003 boli v súlade s predpokladmi Národnej banky Slovenska. Ekonomický vývoj bol do značnej miery determinovaný obnovením procesu úprav regulovaných cien a zmenami nepriamych daní (zmena sadzieb DPH a spotrebné dane). Zvýšenie nepriamych daní zo začiatku roka bolo vzhľadom na výpadky daňových príjmov v štátnom rozpočte doplnené v auguste ďalším rastom spotrebných daní z benzínu, piva a cigariet. Príjmy štátneho rozpočtu z týchto daní by mali čiastočne kompenzovať výpadok iných príjmov a napomôcť, spolu s ďalšími opatreniami, k naplneniu rozpočtovaného zníženia fiskálneho deficitu zo 7,2% v roku 2002 na 4,9% v roku 2003.

Administratívne zásahy do cenového vývoja spôsobili výraznejší nárast inflácie a zvýšenie výdavkov domácností na tovary a služby s regulovanými cenami. To sa spolu s rastom produktivity práce predstihujúcim rast reálnych miezd a dynamickým vývojom exportnej výkonnosti odzrkadlilo v zmene štruktúry ekonomického rastu.

Úpravy regulovaných cien a nepriamych daní sa prejavili v zrýchlení cenového rastu, keď ich podiel na celkovej inflácii predstavuje takmer 80%. Zvýšený vplyv nákladových faktorov sa však vzhľadom na absenciu dopytových impulzov neodzrkadlil vo forme výrazných sekundárnych efektov, čo dokumentuje relatívne nízka úroveň jadrovej inflácie. V porovnaní s pôvodnými predpokladmi NBS došlo v priebehu roka k rýchlejšiemu rastu niektorých regulovaných cien, ktoré sú v kompetencii vlády alebo iných verejných inštitúcií (školsko, zdravotníctvo). Mierne vyššiu dynamiku v rámci obchodovateľných tovarov zaznamenávajú aj napriek oslabeniu amerického dolára ceny pohonných hmôt v dôsledku vyššej ceny ropy na svetových trhoch. V druhom polroku sa na trhu potravín prejavila snaha prvovýrobcov predávať produkciu za ceny rešpektujúce nákladovosť ich výroby. Táto skutočnosť sa pravdepodobne odzrkadlí v rýchlejšom raste cien potravín, ktorého dynamika by sa však mala pohybovať v intenciách predpokladov NBS. Vyššie pôsobenie niektorých nákladových

faktorov (potraviny, ceny ropy, regulované ceny) spôsobí, že dynamika celkovej i jadrovej inflácie sa bude pravdepodobne pohybovať v hornej polovici programového pásma.

Aj keď pokles deficitného salda zahraničného obchodu bol v intenciách predpokladov NBS, bolo jeho zníženie, najmä v dôsledku vyššej exportnej dynamiky, výraznejšie. Rýchlejší rast exportu sa realizoval aj v prostredí pomalšieho ekonomického rastu našich obchodných partnerov a súvisel predovšetkým s vyššou produkciou automobilového priemyslu a zavedením nového výrobného programu zameraného na cenovo vyššiu triedu produkcie. Vyšší rast vývozu zaznamenali aj železo a oceľ.

Priaznivý vývoj zahraničného obchodu sa prejavil aj v rýchlejšom poklese deficitného salda bežného účtu, ktorého koncoročná úroveň bude pravdepodobne predstavovať menej ako 50% pôvodného predpokladu NBS (2% na HDP v porovnaní so 4,5% na HDP odhadovanými v AMP). Deficit bežného účtu za rok 2003 bol v MP 2004 odhadovaný na základe údajov dostupných v čase jeho zostavovania (september 2003). Vzhľadom na to, že októbrová obchodná bilancia bola na rozdiel od odhadov NBS pozitívna a ŠÚ SR upravil údaje za vývoz a dovoz aj za predchádzajúce mesiace roku 2003, potom by sa v prípade potvrdenia predpokladaného vývoja do konca roka, mohol deficit bežného účtu platobnej bilancie blížiť k nulovej hodnote. Vplyv takéhoto vývoja bežného účtu platobnej bilancie na rast HDP by však nemal byť významný.

Vývoj zahraničného obchodu v roku 2003 dokumentuje význam priamych zahraničných investícií pre slovenskú ekonomiku a ekonomický rast. Pri poklese domáceho dopytu bola relatívne vysoká dynamika rastu HDP formovaná výhradne zahraničným dopytom.

Odčerpanie kúpyschopného dopytu obyvateľstva, prostredníctvom rastu regulovaných cien a nepriamych daní, pôsobilo tlmiaco na vývoj konečnej spotreby domácností. Dôchodkový efekt administratívnych zásahov do cenového vývoja bude pravdepodobne pôsobiť aj v ďalšom období aj keď s miernejším dopadom. Na základe skúseností z rokov 1999 a 2000 (kedy došlo k výraznejšiemu rozsahu administratívnych zásahov do cenového vývoja) však možno predpokladať mierny rast konečnej spotreby v poslednom štvrtroku tohto roka. Ten by mal byť ovplyvnený aj úpravou miezd v štátnej a verejnej službe od augusta tohto roka. Celkovo však bude rast súkromnej spotreby takmer o polovicu nižší v porovnaní s predpokladmi NBS.

Napriek predpokladom NBS ohľadom oživenia investičného dopytu aj naďalej pretrvával jeho klesajúci trend. Doterajší vývoj tvorby hrubého fixného kapitálu však naznačuje mierny rast investícií do strojov, čo môže signalizovať obnovenie rastu súkromných investícií v ďalšom období. Celkovo dosiahne tvorba hrubého fixného kapitálu za rok 2003 pravdepodobne úroveň predchádzajúceho roka.

Rast HDP tak bude v roku 2003 podporený výhradne zahraničným dopytom. Výrazné zrýchlenie exportnej dynamiky v porovnaní s predpokladmi NBS sa premietlo do prebytku čistého exportu. Prebytkové saldo čistého exportu v stálych cenách by malo byť zachované aj v celoročnom vyjadrení. Kladný príspevok čistého exportu k ekonomickému rastu tak bude v porovnaní s pôvodnými predpokladmi NBS vyšší o viac ako 2 percentuálne body (4,0 p.b. v porovnaní s 1,9 p. b.).

Aj keď základné tendencie ekonomického vývoja (vplyv administratívnych zásahov do cenového vývoja na rast inflácie a spomalenie domáceho dopytu, pokles deficitného salda

obchodnej bilancie a bežného účtu) boli v súlade s predpokladmi NBS, bol doterajší vývoj charakterizovaný vyšším rastom exportu a pomalším rastom nominálnych miezd s dopadom na reálne mzdy a súkromnú spotrebu. Odlišná tendencia vývoja v porovnaní s predpokladmi charakterizovala vývoj investičného dopytu.

V prostredí obnoveného deregulačného procesu a rastu nepriamych daní bolo prvoradou úlohou menovej politiky v roku 2003 zamedziť vzniku výrazných sekundárnych vplyvov týchto administratívnych opatrení, teda cenovej nákaze. Výraznejší dopad administratívnych zásahov na kúpyschopný dopyt domácností, ako aj výrazný predstih rastu produktivity práce pred rastom reálnych miezd, však zamedzoval vzniku dopytových tlakov tak na ceny ako aj rast dovozov. Stagnácia súkromnej spotreby spolu s poklesom investičného dopytu sa tak premietlo do kontrakcie domáceho dopytu, pričom v celoročnom horizonte je možné očakávať jeho mierny pokles. Vzhľadom na absenciu dopytových tlakov v ekonomike a v záujme udržania pozitívnych vývojových tendencií slovenskej ekonomiky a eliminácie potenciálnych rizík rozhodla koncom septembra Banková rada NBS o znížení kľúčových úrokových sadzieb o 0,25 percentuálneho bodu. Na základe aktuálneho ekonomického vývoja a predpokladané pôsobenie jednotlivých faktorov v budúcnosti rozhodla dňa 19. decembra 2003 Banková rada NBS o ďalšom znížení kľúčových úrokových sadzieb o 0,25 percentuálneho bodu.

Vývoj slovenskej ekonomiky v rokoch 2004 – 2007 bude významne ovplyvnený viacerými inštitucionálnymi zmenami ekonomického systému. Medzi ne patria predovšetkým vstup Slovenskej republiky do Európskej únie, realizácia daňovej a dôchodkovej reformy, reformy zdravotníctva a správy verejných financií, ako aj postupná konsolidácia verejných financií. Kumulácia vplyvu jednotlivých reforiem a neistota ich dopadu na ekonomické subjekty však súčasne predstavuje riziko menového programu na rok 2004, ako aj strednodobého výhľadu do roku 2007. V súvislosti so vstupom do EÚ sa Slovensko pripojí k jednotnej poľnohospodárskej politike, čo sa prostredníctvom dohodnutých intervenčných cien prejaví najmä v roku 2004 v raste cien potravín.

Realizácia daňovej reformy, resp. zavedenie rovnej dane vo výške 19% bude mať v roku 2004 takisto pravdepodobne dopad na cenový vývoj (rast zníženej sadzby DPH), súčasne však bude takýto daňový systém predstavovať stimul pre rozvoj economickej aktivity a prílev priamych zahraničných investícií.

Na základe Predvstupového ekonomického programu, ako aj programového vyhlásenia vlády by fiskálny deficit (bez vplyvu dôchodkovej reformy) mal byť postupne znižovaný z 4,9% na HDP v roku 2003 na 3,9% v roku 2004, 3,3% v roku 2005 a 2,9% v roku 2006. Strednodobý výhľad súčasne predpokladá ďalšie zníženie fiskálneho deficitu aj v roku 2007.

Vzhľadom na postupne sa znižujúci rozsah administratívnych zásahov do cenového vývoja by malo už v roku 2004 dôjsť v porovnaní s rokom 2003 k poklesu medziročnej miery inflácie, pričom zrýchlenie dezinflačného procesu možno očakávať od roku 2005.

Tempo dezinflácie bude v celom časovom horizonte významne ovplyvňované rozsahom úprav regulovaných cien a nepriamych daní. Predpoklady vývoja regulovaných cien vychádzajú z platných a vydaných výmerov, ako aj zverejnených informácií ÚRSO ohľadom zvyšovania regulovaných cien v rokoch 2004 – 2007 a predpokladov Ministerstva výstavby a regionálneho rozvoja ohľadom zvyšovania cien nájomného. V predikcii sú zohľadnené aj požiadavky na rast regulovaných cien zo strany dopravných spoločností a odhad vývoja

ďalších regulovaných cien (ubytovanie v školských internátoch, školské stravovanie, ceny v zdravotníctve a pod.).

Nárast regulovaných cien (tak v kompetencii ÚRSO, ako aj iných štátnych orgánov) bude najvýraznejšie prispievať k zvýšeniu cenovej hladiny v roku 2004, pričom v ďalšom období sa ich vplyv zníži. Rovnako, vplyv sekundárnych nákladových efektov zvýšenia regulovaných cien na rast cien trhových služieb možno očakávať predovšetkým v roku 2004.

Medzi administratívne zásahy, ktoré významným spôsobom ovplyvňujú mieru inflácie sú aj úpravy nepriamych daní. Realizácia daňovej reformy v roku 2004 v podobe zavedenia rovnej dane tak bude predstavovať rast zníženej sadzby DPH zo 14% na 19%. Súčasne dôjde k poklesu základnej sadzby DPH z 20%. Celkovo by mal vplyv daňovej reformy predstavovať prorastový dopad na celkovú infláciu. Na základe súčasných informácií Ministerstvo financií SR plánuje v roku 2004 len zvýšenie spotrebných daní z tabaku a tabakových výrobkov od mája.

V rokoch 2005 až 2006 by mal pokračovať proces prispôbovania spotrebných daní so štandardmi EÚ, čo sa prejaví v každoročnom zvyšovaní dane z tabaku a tabakových výrobkov. V roku 2007 by mali byť spotrebné dane z tabaku a tabakových výrobkov už plne harmonizované.

Cenový vývoj bude v rokoch 2004 – 2007 ovplyvnený aj prijatím spoločnej poľnohospodárskej politiky EÚ. Vzhľadom na to, že v polovici roku 2003 sa členské štáty EÚ dohodli na reforme spoločnej poľnohospodárskej politiky, čo sa prejavilo v poklese intervenčných cien mal by byť jej dopad na rast cien potravín nižší v porovnaní s predpokladmi formulovanými v aktualizovanom menovom programe na rok 2003. Najvýraznejší dopad spoločnej poľnohospodárskej politiky na ceny potravín a celkovú infláciu je možné očakávať v druhom polroku 2004 a prvom polroku 2005.

Podobne ako v roku 2003 aj v roku 2004 možno očakávať, že rast regulovaných cien a nepriamych daní bude pôsobiť tlmiaco na spotrebiteľský dopyt a prostredníctvom vyššej miery inflácie na vývoj reálnej mzdy. V ďalších rokoch by síce malo dôjsť k posilneniu spotrebiteľského dopytu, ten by však pri prebiehajúcej konsolidácii hospodárenia verejných financií nemal predstavovať inflačný impulz. Predovšetkým vývoj cien obchodovateľných tovarov by mal byť charakterizovaný stabilizovaným vývojom, ktorý by mal kopírovať mierny cenový rast v Európe. Priaznivo bude na vývoj cien obchodovateľných tovarov vplyvať aj ďalší rozvoj konkurenčného prostredia v súvislosti so vstupom do EÚ a zjednodušením obchodnej výmeny. Ceny trhových služieb budú predovšetkým v roku 2004 ovplyvnené sekundárnymi nákladovými dopadmi zvýšenia regulovaných cien. V celom horizonte predikcie je možné očakávať, že rast cien trhových služieb bude predbiehať rast cien obchodovateľných tovarov, čo bude okrem sekundárnych dopadov zvyšovania regulovaných cien ovplyvnené aj procesom reálnej konvergenie slovenskej ekonomiky.

Menový program na rok 2004 tak predpokladá, že celková medziročná inflácia sa ku koncu roka bude pohybovať v intervale 5,5-7,3%, čomu zodpovedá priemerná inflácia v pásme 7,2-8,2%. Jadrová inflácia by mohla dosiahnuť v decembri 2004 hodnotu v intervale 1,2-3,5%. V ďalších rokoch bude dochádzať predovšetkým v dôsledku výraznejšieho zníženia rozsahu administratívnych opatrení a ich sekundárnych dopadov k znižovaniu tak celkovej inflácie, ako aj jadrovej inflácie. V roku 2007 by už úroveň celkovej (1,7-2,7%) a jadrovej inflácie (1,6-2,7%) mala byť takmer totožná. Na základe tejto prognózy bude NBS dosahovať infláciu blízku maastrichtskému kritériu už v roku 2006.

V oblasti ekonomickej aktivity by už v roku 2004 by malo dôjsť k oživeniu investičného dopytu, pričom jeho najvyšší rast možno očakávať v roku 2005, najmä v dôsledku prílevu PZI v oblasti automobilového priemyslu. V rámci prognózovaného obdobia sa síce prílev PZI prejaví v prechodnom náraste dovozov a deficitu obchodnej bilancie (najmä v roku 2005), z dlhodobejšieho hľadiska však prispeje k rastu konkurencieschopnosti slovenskej ekonomiky a jej exportnej výkonnosti.

Očakávané obnovenie ekonomického rastu našich obchodných partnerov bude vytvárať relatívne priaznivé podmienky pre vývoj slovenských exportov. Po výraznej dynamizácii exportov automobilového priemyslu v roku 2003 však možno v roku 2004 očakávať zmiernenie ich tempa rastu. V súvislosti s existujúcimi vývoznými limitmi do EÚ možno očakávať stagnáciu exportu železa a ocele. Pomalší rast by mali zaznamenať aj dovozy, celkovo však v roku 2004 pravdepodobne dôjde k nárastu deficitu obchodnej bilancie a bežného účtu. Tento trend by mal pokračovať aj v roku 2005 v dôsledku vyššieho prílevu PZI. Ten by však už v rokoch 2006 a 2007 mal prispieť k rastu vývozov a poklesu deficitu zahraničného obchodu.

Vývoj zahraničného obchodu bude mať dopad aj na príspevok čistého exportu k ekonomickému rastu, ktorý bude v rokoch 2004 a 2005 záporný. V rokoch 2006 a 2007 je už však možné očakávať jeho mierny prorastový vplyv.

Podobne ako v roku 2003, možno aj v roku 2004 predpokladať tlmiaci vplyv úprav regulovaných cien a nepriamych daní na rast reálnej mzdy a spotrebiteľského dopytu. V porovnaní s rokom 2003 by sa však mal rast spotreby domácností mierne zrýchliť. V ďalších rokoch možno aj vzhľadom na výraznejšie zníženie rozsahu administratívnych zásahov do cenovej hladiny očakávať obnovenie rastu reálnych miezd a spotreby domácností. Vývoj v mzdovej oblasti by však mal byť determinovaný predovšetkým rastom produktivity práce a potrebou zvyšovania konkurencieschopnosti domácich výrobcov v podmienkach spoločného trhu Európskej únie a nemal by vytvárať možné inflačné impulzy.

Relatívne reštriktívna mzdová politika vo verejnom sektore, ako aj deklarovaný zámer znižovania fiskálneho deficitu sa prejavia len v miernom raste verejnej spotreby a jej nízkom príspevku k ekonomickému rastu.

Celkovo by tak v celom horizonte strednodobého výhľadu mali byť vytvorené podmienky pre udržanie relatívne vysokej dynamiky hospodárskeho rastu. Ekonomický rast by mal byť v nasledujúcich rokoch determinovaný predovšetkým oživením domáceho dopytu, pričom v rokoch 2006 a 2007 možno očakávať, v dôsledku naštartovania produkcie z prílevu PZI v predchádzajúcom období, aj kladný príspevok čistého exportu. Rast spotrebiteľského dopytu bude predovšetkým od roku 2005 podporený obnovením rastu reálnej mzdy a útlmom dopadu administratívnych zásahov do cenovej hladiny. Oživenie investičného dopytu by malo odrážať zlepšenie kvality podnikateľského prostredia, prílev PZI, ale aj realizáciu infraštruktúrnych projektov vlády.

V oblasti nástrojov menovej politiky dôjde v roku 2004 zmene v oblasti tvorby povinných minimálnych rezerv.

V rámci procesu harmonizácie nástrojov NBS s nástrojmi ECB bola v roku 2003 znížená sadzba tvorby povinných minimálnych rezerv (PMR) o 1 percentuálny bod na 3%, čím bola zároveň dosiahnutá jednotná úroveň tvorby rezerv pre obchodné banky aj stavebné sporiteľne.

V roku 2004 bude sadzba PMR opätovne znížená o 1 percentuálny bod na 2% a dosiahne tak úroveň tvorby rezerv v eurozóne. Úroveň 2% je považovaná za cieľovú a v strednodobom horizonte sa, pri predpoklade stabilného vývoja, nebude meniť. V roku 2004 budú aj naďalej tvoriť bázu pre výpočet PMR všetky depozitá, bez rozdielu splatnosti. Súčasne bude sankčný systém pri neplnení PMR harmonizovaný s eurozónou. Dochádza k zrovnoprávneniu bánk a pobočiek zahraničných bánk.

2. Vývoj svetovej ekonomiky v roku 2003 a výhľad na rok 2004

Prognóza externého ekonomického prostredia vychádza z Jesennej ekonomickej prognózy Európskej komisie (*Autmn 2003 Economic Forecasts*), publikovanej v októbri 2003.

Európska komisia v rokoch 2003 a 2004, v porovnaní s predpokladom z jarnej prognózy, očakáva na jednej strane zmiernenie tempa hospodárskeho rastu predovšetkým v krajinách eurozóny a kandidátskych krajinách a na druhej strane zrýchlenie rastu HDP v USA a v Japonsku.

Porovnanie jarnej a jesennej (2003) prognózy hospodárskeho rastu podľa EK (%)

	prognóza na rok 2003			prognóza na rok 2004		
	jar 2003	jeseň 2003	Rozdiel ¹⁾	jar 2003	jeseň 2003	Rozdiel ¹⁾
USA	2,4	2,8	0,4	2,5	3,8	1,3
Japonsko	1,5	2,6	1,1	1,3	1,7	0,4
EÚ	1,3	0,8	-0,5	2,4	2,0	-0,4
EMÚ	1,0	0,4	-0,6	2,3	1,8	-0,5
Nemecko	0,4	0,0	-0,4	2,0	1,6	-0,4
Francúzsko	1,1	0,1	-1,0	2,3	1,7	-0,6
Taliano	1,0	0,3	-0,7	2,1	1,5	-0,6
Česká republika	2,8	2,2	-0,6	3,9	2,6	-1,3
Maďarsko	3,7	2,9	-0,8	4,1	3,2	-0,9
Poľsko	2,5	3,3	0,8	3,7	4,2	0,5

¹⁾ rozdiel medzi jesennou a jarou prognózou

Podľa prognózy EK sa v roku 2003 očakáva globálny hospodársky rast na úrovni 3,3% s miernym zrýchlením na úroveň 4% v rokoch 2004-2005. Aj keď v súčasnosti sa ešte celkové hospodárske oživenie neodráža vo výsledkoch medzinárodného obchodu, v rokoch 2004-2005 sa očakáva zrýchlenie rastu svetového obchodu tovarov približne na 8% z úrovne okolo 3% v roku 2003. Medzi hlavné faktory, podporujúce hospodárske oživenie patria predovšetkým prispôsobivé makroekonomické politiky, priaznivé podmienky na finančných trhoch a znovuoživenie spotrebiteľskej dôvery z dôvodu zmiernenia geopolitického napätia.

Proces pokračujúcej dezinfácie umožnil znížiť nominálne úrokové miery na historicky najnižšie úrovne. Z dôvodu klesajúceho tlaku na ceny a mzdy si menová politika zachová svoj podporný, uvoľnený charakter. Očakáva sa, že fiskálna politika v USA zostane aj naďalej silne expanzívna, v EÚ by mala plniť úlohu automatického stabilizátora počas celého obdobia nevýrazného hospodárskeho rastu.

Po prudkom poklese ceny ropy z dôvodu ukončenia vojny v Iraku je jej vývoj charakterizovaný mierne rastúcim trendom (31 USD/barrel v polovici októbra 2003). Súčasná cena ropy odráža viacero faktorov na strane ponuky ako napríklad ťažkosti pri obnove produkcie ropy v Iraku, politická neistota vo Venezuele a v Nigérii, relatívne nízke zásoby ropy ako aj nedávne rozhodnutie krajín OPEC o znížení stropu pre produkciu ropy. V rámci prognózovaného obdobia sa očakáva postupné znižovanie cien ropy zo súčasnej úrovne až na 24 USD/barrel v druhej polovici roka 2005. Toto postupné zníženie cien ropy predpokladá rýchlejší rast na strane ponuky ropy ako na strane dopytu. Nízke ceny ropy je možné považovať za ďalší z faktorov pozitívne pôsobiacich na hospodárske oživenie.

Prognóza EK predpokladá, že významný pokrok v realizácii štrukturálnych reforiem bude z krátkodobého hľadiska zdrojom oživenia podnikateľskej i spotrebiteľskej dôvery a zo strednodobého hľadiska zdrojom potenciálneho hospodárskeho rastu.

Prognóza makroekonomických ukazovateľov vybraných krajín (EK) – október 2003

	HDP				Inflácia ¹				Obchodná bilancia/HDP			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
USA	2,5	2,8	3,8	3,3	1,6	2,3	1,4	1,0	-4,7	-5,1	-5,4	-5,6
Japonsko	0,1	2,6	1,7	1,5	-0,9	-0,3	-0,4	-0,3	2,3	2,7	3,2	3,6
EÚ	1,1	0,8	2,0	2,4	2,1	2,0	1,9	1,7	1,3	1,0	1,2	1,3
EMÚ	0,9	0,4	1,8	2,3	2,3	2,1	2,0	1,7	2,4	2,0	2,2	2,3
Nemecko	0,2	0,0	1,6	1,8	1,3	1,1	1,6	1,3	6,3	6,1	6,8	7,0
Francúzsko	1,2	0,1	1,7	2,3	1,9	2,1	1,8	1,5	0,1	-0,4	-0,3	-0,3
Taliansko	0,4	0,3	1,5	1,9	2,6	2,8	2,3	1,9	1,9	1,2	1,5	1,5
ČR	2,0	2,2	2,6	3,3	1,4	0,0	3,3	2,6	-3,3	-3,6	-3,5	-3,7
Maďarsko	3,3	2,9	3,2	3,4	5,2	4,6	6,1	4,1	-3,1	-5,8	-5,2	-3,6
Poľsko	1,4	3,3	4,2	4,8	1,9	0,7	1,9	2,7	-2,8	-4,9	-5,3	-5,7

¹ meraná HICP

Hospodárske oživenie v **USA** zaznamenalo zatiaľ najvýraznejšie tempo v druhom štvrtroku 2003, k čomu prispelo predovšetkým zmiernenie geopolitického napätia spolu s výrazným rastom produktivity práce a pôsobením podpornej makroekonomickej politiky. Z krátkodobého hľadiska sa očakáva stále výrazné tempo rastu, avšak v priebehu roku 2004 by sa mali postupne znižovať spotrebiteľské výdavky z refinancovania hypotekárnych aktivít a utlmovať expanzívne účinky zo zníženia daní. V roku 2005 sa očakáva rast na úrovni potenciálneho produktu. Najvýznamnejším rizikom v predpokladanom vývoji americkej ekonomiky zostáva prehlbujúci sa deficit obchodnej bilancie a deficit verejných financií.

V rámci **eurozóny** po nevýrazných hospodárskych výsledkoch v roku 2002, ekonomika stagnovala aj v 1. polovici roku 2003. Tento vývoj bol spôsobený viacerými faktormi, ako napríklad neistotou pri vývoji cien ropy v súvislosti s vojnou v Iraku, neistotou ohľadom vývoja budúcich miezd a dôchodkov ako aj nepriaznivým vývojom na akciových trhoch. V súčasnosti sú zaznamenávané prvé znaky znovuobnovenia spotrebiteľskej dôvery. Časť očakávaného oživenia vo výdavkoch domácností a podnikateľského sektoru vychádza z historicky nízkych úrokových sadzieb (krátkodobých aj dlhodobých). Reálny disponibilný príjem domácností bol podporený nízkou mierou inflácie ako aj apreciaciou eura. Zdrojom hospodárskeho oživenia by mal byť domáci dopyt podporený rastúcim zahraničným dopytom. Z dôvodu nevýrazného hospodárskeho rastu a pretrvávajúceho nepružného trhu práce sa v prognózovanom období v rámci eurozóny očakáva ďalší rast nezamestnanosti na úroveň 9,1% v roku 2004, keďže nárast pracovnej sily bude vyšší ako tvorba nových pracovných miest. Inflácia zostáva na nízkej úrovni a očakáva sa jej ďalší pokles na 1,7% v roku 2005. V roku 2003 by sa mala zhoršiť situácia v oblasti verejných financií takmer vo všetkých krajinách eurozóny, avšak v rôznom rozsahu. Mierne zlepšenie sa dá predpokladať v roku 2004.

V rámci prognózovaného obdobia sa v **Nemecku** očakáva iba mierne tempo hospodárskeho oživenia. Dôvodmi tohto nízkeho tempa sú predovšetkým ďalší rast miery nezamestnanosti, ktorý bude mať negatívny vplyv na súkromnú spotrebu, ďalej snaha o udržanie deficitu verejných financií na požadovanej úrovni, čo bude mať za následok iba veľmi nízku podporu

rastu zo strany fiskálnej politiky. Veľmi nízka úroveň investícií za posledné roky, spôsobená predovšetkým prekážkami v úverovej politike, bude tiež negatívne vplyvať na potenciálne zvýšenie tempa hospodárskeho rastu. Vzhľadom na mierny rast miezd, znížené sociálne príspevky a nižšie ceny ropy by sa miera inflácie mala pohybovať na úrovni 1,5-2%. Na základe plánovaného vývoja deficitu verejných financií sa očakáva aj nárast miery zadlženosti.

V **Českej republike** sa podľa prognózy EK očakáva mierne tempo hospodárskeho rastu v roku 2003, keď prorastovým faktorom bude domáca spotreba, zatiaľ čo tvorba hrubého kapitálu a čistý export budú mať skôr negatívny vplyv na rast HDP. Vývoj v rokoch 2004-2005 bude do značnej miery závislý od stupňa oživenia v EÚ ako aj od dopadov prijatého balíčka opatrení fiskálnej konsolidácie. V roku 2003 sa očakáva aj mierne zhoršený vývoj obchodnej bilancie v dôsledku vysokej domácej spotreby a hospodárskeho spomalenia v EÚ, zatiaľ čo v roku 2004 by malo nastať mierne zlepšenie v dôsledku nižších dovozov, spôsobených reformou verejných financií. V roku 2005 by sa situácia mala opäť zhoršiť v dôsledku rastúcich investícií, náročných na dovoz. Deficit verejných financií by aj v roku 2003 mal zostať na vysokej úrovni (8,0% HDP), s následným zlepšením na úroveň 5,2% HDP v roku 2005.

3. Odhad vývoja do konca roka 2003

3.1 Inflácia

Medziročná miera celkovej, ako aj jadrovej inflácie by sa na konci roka 2003 mala pohybovať v hornej polovici programových pásiem. Doterajší vývoj spotrebiteľských cien i vývoj do konca roka 2003 by mal byť v súlade s očakávaniami NBS a koncoročné hodnoty celkovej, ako aj jadrovej inflácie by mali byť v rámci programových pásiem AMP 2003, aj keď v ich hornej polovici. Hodnota priemernej inflácie však pravdepodobne bude v strede programového intervalu.

Vyšší skutočný rast cien v porovnaní so stredom odhadu bol spôsobený faktormi, ktoré nie sú ovplyvniteľné nástrojmi menovej politiky (regulované ceny, zmeny spotrebných daní, ceny potravín).

Vývoj spotrebiteľských cien v novembri 2003 - porovnanie s predpokladmi AMP 2003 (zmena v %)

	AMP 2003 na koniec roka		Skutočnosť november	Odhad na koniec roka	Rozdiel odhadu a AMP*
	min.	max			
Úhrn v %	8,4	9,7	9,8	9,4	0,0
Regulované ceny v %	18,0	18,9	20,6	19,1	0,2
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	4,22	4,42	4,85	4,56	0,12
Vplyv zmeny nepriamych daní v neregulovaných cenách - podiel na úhrne v percent. bodoch	2,37	2,37	2,56	2,55	0,18
Jadrová inflácia v %	2,1	3,6	3,1	3,1	0,0
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	1,85	2,97	2,40	2,33	0,00
Potravín v %	-0,4	2,1	2,3	2,7	0,5
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	-0,06	0,44	0,47	0,54	0,10
Obchodovateľné tovary v %	1,5	2,1	1,7	1,4	-0,1
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch /*</i>	0,74	0,99	0,64	0,50	-0,24
Trhové služby v %	6,2	8,3	6,9	6,9	0,0
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch /*</i>	1,17	1,55	1,29	1,29	0,00
Čistá inflácia	3,0	4,2	3,4	3,2	0,0
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	1,91	2,53	1,92	1,79	- 0,12
Čistá inflácia bez PHM	3,0	4,2	3,8	3,4	0,0
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	1,59	2,18	1,98	1,80	0,00

*kladná hodnota znamená rozdiel od maxima, záporná hodnota rozdiel od minima

Vyšší rast **regulovaných cien** súvisel predovšetkým s výraznejším zvyšovaním cien v školstve a zdravotníctve, t. j. takých regulovaných cien, ktoré sú v kompetencii vlády alebo iných verejných inštitúcií. Ďalším faktorom bolo, že skutočný dopad zmien spotrebných daní bol mierne vyšší oproti predpokladom NBS.

Z položiek zahrnutých do jadrovej inflácie rýchlejšie v porovnaní s očakávaniami NBS rástli **ceny potravín** (v máji, júni, septembri a v novembri), čo spôsobilo zmenu trendu medziročného vývoja cien potravín z klesajúceho na rastúci. V cenách potravín sa na jednej strane prejavila snaha spracovateľov o zmenu trhovej situácie (združovanie do odbytových družstiev a jednotný postup proti odberateľom), na druhej strane podpora Intervenčnej poľnohospodárskej agentúry vývozu prebytkov z domáceho trhu (predovšetkým mlieko

a maslo). Rast cien niektorých komodít bol spôsobený zvýšeným dopytom v okolitých krajinách.

Dynamika cien **obchodovateľných tovarov** bola ovplyvnená domácimi (konkurenčné prostredie) ako aj externými nákladovými faktormi (nízka dovezená inflácia, zhodnotenie výmenného kurzu a vyššia cena ropy). Ďalším faktorom bol medziročný pokles cien tabaku a tabakových výrobkov (po očistení o zmenu spotrebných daní) o viac ako 7%.

V priebehu roku 2003 cena ropy reagovala na viaceré faktory na strane ponuky. Po začiatku vojny v Iraku poklesla jej cena až na úroveň 23,30 USD/b na konci apríla. Od konca apríla však cena ropy mala rastúci trend, keď v polovici augusta dosahovala hodnoty nad 30 USD/b. Cena tak reagovala na problémy pri obnove ťažby v Iraku, politické riziká vo Venezuele a v Nigérii, pokles stavu zásob (hlavne v USA) a na rozhodnutie krajín OPEC znížiť ťažbu. Od augusta cena ropy poklesla na úroveň okolo 28USD/b a takúto priemernú úroveň by mala, podľa predpokladov NBS, dosiahnuť aj za celý rok 2003.

Vývoj cien **trhových služieb**, v ktorých sa prejavili sekundárne efekty zmien regulovaných cien, bol v súlade s očakávaniami NBS z aktualizovaného menového programu a hodnota ich medziročného rastu na konci roka by mala byť v programovom pásme.

Spotrebiteľské ceny (%)

		2002	Odhad MP 2003	Odhad AMP 2003	Skutočnosť november 2003	Odhad na rok 2003 ¹
Celková inflácia	Medziroč. miera	3,4	7,7-9,7	8,4-9,7	9,8	9,4
	priem. medziroč. miera	3,3	8,2-9,3	8,3-8,8	8,5	8,5
Jadrová inflácia	Medziroč. miera	1,9	2,7-5,0	2,1-3,6	3,1	3,1
Čistá inflácia bez pohonných hmôt	Medziroč. miera	2,9	3,4-4,4	3,0-4,2	3,8	3,4

¹ odhad na základe aktuálneho vývoja do novembra

3.2 Ceny výrobcov

Aktuálny vývoj od začiatku roka

Za obdobie január až október 2003 vzrástli ceny priemyselných výrobcov v medziročnom porovnaní v priemere o 8,2%, keď najvýraznejšou mierou sa na uvedenom vývoji podieľal rast cien elektrickej energie, plynu, pary a teplej vody (o 17,7%). Ceny produktov priemyselnej výroby boli medziročne vyššie o 2,5% a ceny nerastných surovín o 3,3%.

V doterajšom období sa ceny priemyselných výrobcov vyvíjali v súlade s ich odhadom zverejneným v AMP 2003, keď podľa očakávaní rástli tak ceny elektrickej energie, plynu, pary a teplej vody, ako aj ceny produktov priemyselnej výroby.

V rámci cien produktov priemyselnej výroby o niečo rýchlejším ako očakávaným tempom rástli ceny rafinérskych ropných produktov, čo súvisí s vyššou cenou ropy na svetových trhoch v porovnaní s AMP. Na strane druhej sa ceny potravinárskych výrobkov zvyšovali pomalšou ako očakávanou dynamikou, najmä v dôsledku pretrvávajúceho poklesu cien mäsa a mlynských výrobkov. V konečnom dôsledku sa však uvedený protichodný vývoj cien produktov vo vývoji cien produktov priemyselnej výroby prejavil neutrálne.

Očakávaný vývoj do konca roka

Aj v období do konca roka možno očakávať, že ceny priemyselných výrobcov budú rásť v súlade s odhadom v AMP 2003. Ceny produktov priemyselnej výroby budú pravdepodobne v priemere na konci roka rásť mierne pomalším tempom v porovnaní s AMP 2003 (o 0,1 percentuálneho bodu), k čomu by mala prispieť pomalšia dynamika cien potravinárskych výrobkov. Odhad vývoja cien elektrickej energie, plynu, pary a teplej vody zostáva v porovnaní s AMP 2003 nezmenený.

Na základe vývoja cien v priemysle do októbra 2003 a v súlade s vyššie uvedenými predpokladmi NBS očakáva na konci roka, rovnako ako v AMP 2003, priemerný medziročný rast cien priemyselných výrobcov na úrovni 8,0%. Ceny produktov priemyselnej výroby by mali v priemere vzrásť o 2,5% a ceny elektrickej energie, plynu, pary a teplej vody o 17,8%.

Predikcia cien priemyselných výrobcov na rok 2003

ROMR=100

	AMP 2003	Skutočnosť január –október 2003	2003 Odhad (stredné hodnoty)
Priemerný ročný index	108,0	108,2	108,0
z toho:			
- produkty priemyselnej výroby	102,6	102,5	102,5
<i>príspevok</i>	<i>1,7</i>	<i>1,7</i>	<i>1,7</i>
- elektrická energia, plyn, para, tep. voda	117,8	117,7	117,8
<i>príspevok</i>	<i>6,3</i>	<i>6,3</i>	<i>6,3</i>

Ceny poľnohospodárskych výrobkov, ktoré počas celého roka 2003 dosahujú oproti minulému roku nižšiu úroveň, budú pravdepodobne v podobnom trende pokračovať aj do konca roka. Vyplýva to z očakávaného vývoja cien tak rastlinných, ako aj živočíšnych výrobkov, pričom ceny mäsa môžu v závere roka zaznamenať mierne sezónne zvýšenie.

3.3 Zahraničná oblasť

3.3.1 Platobná bilancia

Odhad predikcie bežného účtu predpokladá deficit vo výške 23,3 mld. Sk t.j. 2,0% z HDP (AMP deficit 53,9 mld. Sk).

Položky bežného účtu v mld. Sk	AMP – 2003	Skutočnosť 1-8 / 2003	Odhad -2003
Obchodná bilancia	-65,0	-11,1	-38,2
Vývoz	725,0	512,7	784,4
Dovoz	790,0	523,8	822,6
Bilancia služieb	14,0	4,5	10,3
Bilancia výnosov	-6,9	-3,8	-4,1
<i>z toho výnosy z investícií</i>	<i>-25,6</i>	<i>-14,6</i>	<i>-20,5</i>
Bežné transfery	4,0	6,8	8,7
Bežný účet	-53,9	-3,6	-23,3
Podiel BÚ na HDP v %	-4,5		-2,0

Vývoj zahraničného obchodu za deväť mesiacov 2003 ukázal na medziročné zlepšenie obchodnej bilancie o 49,4 mld. Sk. Dynamika vývozu dosiahla 22,4% a jej celoročné tempo

by malo prekročiť 20% (AMP predpoklad 11,2%). Vyšší rast vývozu by mal byť dôsledkom zvýšeného vývozu najmä dopravných prostriedkov v súvislosti s vyššou výrobou a vývozom cenovo náročnejších typov vozidiel, ako aj ďalších komponentov vrátane karosérií.

Vývoz v mld. Sk	AMP - 2003	Odhad – 2003
Hotové výrobky	111,0	110,3
Stroje a dopravné zariadenia	304,0	377,5
Polotovary	255,0	245,2
Suroviny	55,0	51,5
Celkom	725,0	784,5

Vyššia dynamika vývozu sa následne odrazí aj vo vyššej dynamike dovozu (z 5,6% z AMP na 10%). Zvýšený dovoz sa bude realizovať v skupine stroje a dopravné zariadenia a bude vyvolaný rastom dovozov v súvislosti s rastom výroby automobilového priemyslu. Nižší dovoz surovín bude spôsobený hlavne poklesom kurzu USD voči Sk (z 39,5 Sk za USD na 37,0 Sk za USD). Odhady zahraničného obchodu vychádzajú z predpokladu, že úroveň Sk sa v priemere za celý rok voči USD zhodnotí o 18,3%. Priemerná úroveň kurzu EUR/SKK by mala zostať na úrovni 41,5..

Dovoz v mld. Sk	AMP – 2003	Odhad – 2003
Hotové výrobky	171,0	179,8
Stroje a dopravné zariadenia	261,0	289,0
Polotovary	241,0	245,1
Suroviny	117,0	108,8
Celkom	790,0	822,7

Odhad služieb bol vypočítaný na základe ich doterajšieho vývoja v roku 2003, keď v priebehu obdobia január až august dochádzalo k stabilnému medzročnému poklesu inkás za vývoz služieb a rastu platieb za ich dovoz. Pokračovanie tohto vývoja po zohľadnení sezónnych vplyvov, by mohlo viesť k poklesu prebytku bilancie služieb oproti predikcii z AMP, hlavne v dôsledku nižšieho prebytku bilancie dopravy a čiastočne aj vyššieho deficitu bilancie „iných služieb celkom“. Na druhej strane pokračovanie v poklese výdavkov slovenských občanov na cesty do zahraničia umožní čiastočnú kompenzáciu poklesu prebytku bilancie služieb oproti AMP vyvolanú bilanciou dopravy a „inými službami celkom“.

Bilancia výnosov by mala zostať zhruba na úrovni predikovanej v AMP, pričom k miernemu posunu môže dôjsť medzi bilanciou výnosov z investícií (pokles kurzu voči USD a pokles úrokových sadzieb pri úveroch podnikového sektora) a kompenzáciou pracovníkov (spresnenie odhadu prihliadnutím na vykazované údaje partnerských krajín).

Okrem zahraničného obchodu pozitívne výšku deficitu bežného účtu ovplyvní aj bilancia bežných transferov, kde sa v roku 2003 na rozdiel od predchádzajúcich rokov realizujú nižšie platby do zahraničia a to ako fyzických tak aj právnických osôb.

Odhad predikcie kapitálového a finančného účtu predpokladá prebytok vo výške 61,4 mld. Sk (AMP predpokladal prebytok 62,1 mld. Sk).

Položky KFÚ v mld. Sk	AMP- 2003	1- 8 /2003	Odhad - 2003
Kapitálové transfery	6,0	2,8	4,5
Priame zahraničné investície -PZI	43,4	21,8	41,9
PZI v SR	44,5	21,5	41,1
z toho: PZI – oficiálny sektor	9,4	9,4	10,1
Portfóliové investície	7,0	-10,4	-4,3
Ostatný dlhodobý finančný účet	-15,9	-17,2	-8,7
<i>Aktíva</i>	0,0	9,1	9,5
<i>Pasíva</i>	-15,9	-26,3	-18,2
<i>Vláda + NBS</i>	-17,4	-21,3	-16,2
<i>Komerčné banky</i>	2,4	0,8	-1,0
<i>Podniky</i>	-0,9	-5,8	-1,0
Krátkodobý finančný účet	21,6	23,8	28,0
Kapitálový a finančný účet	62,1	20,8	61,4

Výška kapitálového a finančného účtu by mala zostať zhruba na úrovni z AMP. V jeho štruktúre sa prejavujú tri základné zmeny, ktoré súvisia s vývojom obchodnej bilancie a devízových rezerv NBS.

Sektory v mld. Sk	AMP – 2003	1 - 8 /2003	Odhad – 2003
Podnikový	42,5	-17,5	25,8
Bankový	21,6	29,8	14,9
Sektor vlády a NBS	-2,0	8,5	20,7
Spolu	62,1	20,8	61,4

Nižší prílev zdrojov do podnikového sektora súvisí s rastom exportu a jeho financovaním prostredníctvom krátkodobých obchodných úverov zo strany odberateľov, zatiaľ čo záujem domácich subjektov o financovanie dovozu úverovou formou bude mať pravdepodobne nižšiu hladinu ako predpokladal AMP. Prílev zdrojov do podnikového sektora bude vo veľkej miere závisieť od prílevu priamych zahraničných investícií (PZI) v mesiacoch september až december 2003. Skúsenosti z predchádzajúcich rokov ukazujú, že v poslednom štvrtroku, vzhľadom na dokončenie rozpracovaných projektov prílev PZI dosahuje až 50% z celkového prílevu. Vyšší prílev zdrojov do podnikového sektora v 4. štvrtroku, by mal byť vzhľadom na rast dovozu zabezpečený aj formou finančných a obchodných úverov zo zahraničia

Druhou zmenou súvisiacou s vývojom bežného účtu a jeho financovaním by mal byť nižší pokles čistých zahraničných aktív obchodných bánk (ČZA) oproti predpokladu z AMP. (nenaplnenie prílevu kapitálu do podnikového sektora v predpokladanej výške, môže vyvolať vyšší pokles ČZA, a to až zhruba do výšky aká bola predikovaná v AMP). Všetky ostatné zmeny týkajúce sa výšky portfóliových investícií, dlhodobého a krátkodobého kapitálu znamenajú len zmenu štruktúry čerpania, resp. investovania v podnikovom a bankovom sektore. Aj v prípade nižšieho prílevu zdrojov do podnikového sektora, by mal tento prílev postačovať na krytie deficitu bežného účtu (upravená platobná bilancia). Pokles ČZA bude viac menej odrážať predaj cudzej meny v dôsledku intervencií NBS v priebehu roku 2003.

Na vyšší prílev zdrojov do sektora vlády a NBS bude mať vplyv hlavne predpokladaná realizácia repo obchodov NBS. Okrem repo obchodov vyšší rast devízových rezerv (1,0 mld. USD) ako predpokladal AMP (0,2 mld. USD) ovplyvnia aj deblokácie, vyššie intervencie a čerpanie pôžičky vlády v poslednom štvrtroku vo výške 250 mil. EUR. Devízové rezervy ku koncu roku 2003 dosiahnu 11,0 mld. USD a budú postačovať na pokrytie 5,3 mesiaca dovozu tovarov a služieb.

Upravená platobná bilancia v mld. Sk	AMP –2003	1 – 8 /2003	Odhad -2003
Bežný účet	-51,1	1,5	-17,8
Kapitálový a finančný účet celkom	52,3	-11,8	28,7
Priame zahraničné investície do SR	35,0	12,1	31,0
Nezačlenené položky	0,0	6,4	0,0
Intervencie NBS	-22,8	-25,8	-25,8
Zmena ČZA obchodných bánk (- nárast)	21,6	29,7	14,9
Krytie deficitu bežného účtu PZI v %	68,5	--	174,2

Pri abstrahovaní od aktivít vlády a NBS by upravený kapitálový a finančný účet pokrýval deficit bežného účtu na 161,2%.

3.3.2 Zahraničná zadlženosť a dlhová služba

V rámci predikcie vývoja zahraničného dlhu očakávame v roku 2003 vyšší nárast celkového hrubého zadlženia (o 1,8 mld. USD) ako bol predpoklad AMP (0,3 mld. USD). Uvedené zvýšenie je dôsledkom zvýšeného prílevu krátkodobých pasív komerčných bánk (transakcie medzi materskými a dcérskymi bankami v rámci stratégie pobočiek zahraničných bánk v súvislosti výhodnejším úročením slovenských cenných papierov) a kurzových rozdielov, ktoré sa podieľajú viac ako 50% na celkovom náraste zadlženia. Celkový hrubý zahraničný dlh dosiahne úroveň 14,9 mld. USD a čistý zahraničný dlh veriteľskú pozíciu 1,9 mld. USD.

3.4 Hrubý domáci produkt¹

Odhad HDP na rok 2003

s.c., medziročná zmena v %

	AMP 2003	Skutočnosť 1. polrok 2003	Odhad rok 2003
HDP v s.c. 1995 - interval	3,9-4,4	3,9	3,9
- stred intervalu	(4,1)		
Domáci dopyt	2,1	0,0	-0,1
v tom:			
Konečná spotreba spolu	2,2	0,9	1,1
Konečná spotreba domácností	2,7	1,2	1,3
Konečná spotreba ver. správy a nezisk. inštitúcií	1,1	0,4	0,8
Tvorba hrubého kapitálu	1,9	-2,2	-3,1
Tvorba hrubého fixného kapitálu	4,2	-1,1	0,0
Čistý vývoz	x	x	x
Vývoz výrobkov a služieb	7,6	22,8	19,2
Dovoz výrobkov a služieb	5,0	15,8	13,5

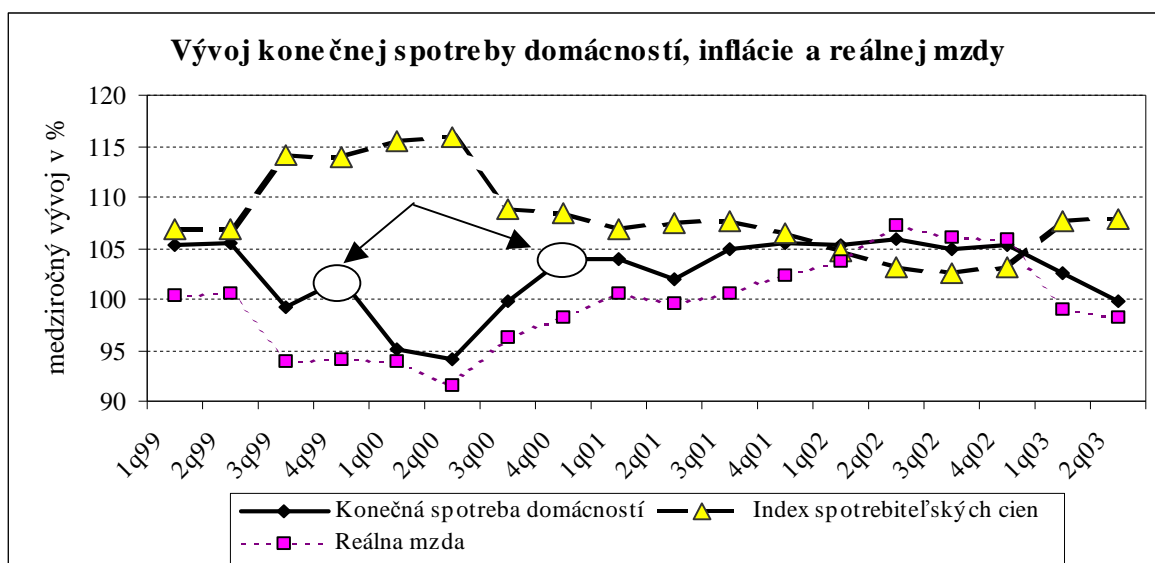
* Pre účely prognózy je zahrnutá štatistická diskrepancia k zmene stavu zásob

Nižšia dynamika najmä súkromnej spotreby v 1. polroku 2003 oproti očakávaniam NBS, ale aj pokles investícií namiesto ich očakávaného rastu zapríčinili, že sa nenaplnil predpoklad kladného príspevku domáceho dopytu k rastu HDP. Výrazne vyššia dynamika zahraničného

¹ Hodnotenie vývoja i prognóza do roku 2007 zohľadňuje vývoj HDP za 1. polrok 2003. V čase zostavovania prognózy NBS neboli revidované údaje, ani výsledky HDP za 3. štvrťrok 2003 k dispozícii. V decembri 2003 Štatistický úrad SR zverejnil revidované ročné údaje za roky 1993-2001 a štvrťročné údaje za rok 2002 a 1.-3. štvrťrok 2003, ktoré zahŕňajú ďalšiu implementáciu metodiky ESA 95 použitej pri zostavovaní ročných národných účtov za roky 2000-2001. Podľa predbežných štvrťročných národných účtov (publikovaných 11.12.2003) HDP vzrástol v 3. štvrťroku 2003 o 4,2% v stálych cenách. Vývoj za tri štvrťroky 2003 potvrdil tendencie z 1. polroka, keď reálny rast ekonomiky (4,0% za 1.-3. štvrťrok) bol spôsobený výhradne kladným príspevkom zahraničného dopytu, pričom domáci dopyt poklesol.

dopytu v porovnaní s predikciou však plne nahradila stagnujúci domáci dopyt. V dôsledku uvedeného vývoja reálny rast ekonomiky dosiahol v 1. polroku 2003 spodnú hranicu prognózovaného intervalu v AMP.

Zatiaľ čo **súkromná spotreba** sa v 1. štvrtroku 2003 vyvíjala v súlade s predpokladmi AMP, v 2. štvrtroku (medziročný pokles o 0,2%) sa v jej vývoji už výraznejšie prejavili vplyvy úprav regulovaných cien a klesajúcej reálnej mzdy. Obdobný vývoj bude pravdepodobne pokračovať aj v 3. štvrtroku, pričom na základe poznatkov minulého vývoja (rast spotreby obyvateľstva v 4. štvrtroku aj v rokoch s výrazným poklesom reálnych miezd, čo je v nasledujúcom grafe označené) možno ku koncu roka očakávať jej opätovný rast (obyvateľstvo pravdepodobne využije v predvianočnom období spotrebné úvery a splátkové predaje, ktoré ponúkajú možnosť odkladu splátok na budúci rok). Tento predpoklad do určitej miery podporuje aj vývoj indikátora spotrebiteľskej dôvery, ktorého hodnoty za september a október po troch mesiacoch poklesu sú nad celoročným priemerom. Rovnako aj októbrová hodnota indikátora dôvery v maloobchode je najvyššia v tomto roku. Celoročne by mal byť rast súkromnej spotreby takmer o polovicu pomalší ako predpokladal AMP.



Vo vývoji **verejnej spotreby** AMP 2003 očakával výrazné spomalenie dynamiky verejných výdavkov v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Tento predpoklad sa naplnil, pričom zníženie dynamiky verejnej spotreby v 1. polroku 2003 bolo ešte výraznejšie ako predpokladal AMP. Pravdepodobne mierne zvýšenie dynamiky rastu bude v 2. polroku súvisieť s úpravou miezd pracovníkov v štátnej a verejnej službe od augusta tohto roku, ktorá sa premietne najmä v 4. štvrtroku, v dôsledku čoho by mal byť celkový medziročný rast verejnej spotreby (vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam) nižší oproti predikcii z AMP.

Očakávané oživenie **investičného dopytu** v AMP na rok 2003 v 1. polroku nenastalo, keď fixné investície klesali tretí polrok za sebou. Na rozšírenie technickej základne musia podnikateľské subjekty zvyčajne akumulovať väčší objem finančných prostriedkov, k čomu v tomto období buď ešte nedošlo, alebo z neistoty z vývoja prevádzkových nákladov a spotrebného dopytu oddialili rozhodovanie o svojich investičných zámeroch na druhý polrok, či neskoršie obdobie. Reálny pokles tvorby hrubého fixného kapitálu sa prejavil najmä v investíciách do strojov, naopak, vzrástli investície smerujúce do stavieb, ktoré by mohli byť určitým rozvojovým impulzom pre rast súkromných investícií v najbližšom období. V druhej polovici roka možno očakávať mierne oživenie investičnej činnosti v

súvislosti so začatím realizácie viacerých investičných akcií (príprava územia a infraštruktúry pre PSA Peugeot, výstavba dopravnej infraštruktúry v Bratislave, nová výrobná jednotka v odvetví výroba koksu, rafinovaných ropných produktov, rozšírenie výroby v ďalších priemyselných odvetviach). Podľa aktualizovaného odhadu tvorba hrubého fixného kapitálu v medziročnom porovnaní dosiahne rovnakú úroveň ako v minulom roku, zatiaľ čo AMP počítal s relatívne dynamickým investičným rastom.

Vývoj **zahraničného obchodu s výrobkami a službami** v 1. polroku 2003 charakterizoval dynamickejší rast vývozu výrobkov a služieb v porovnaní s predpokladmi AMP. Aj pri relatívne vysokom náraste dovozu sa rast exportu odrazil v prebytku reálneho čistého vývozu, kým v AMP sa predikoval jeho deficit. Na základe aktuálnych údajov o vývoji zahraničného obchodu, ako aj cenového a kurzového vývoja možno obdobný vývoj očakávať aj v druhej polovici roka, čo v celoročnom vyjadrení znamená zachovanie prebytku čistého vývozu v stálych cenách, a tým zachovanie jeho pozitívneho príspevku k reálnemu rastu ekonomiky.

Príspevky komponentov k rastu HDP v stálych cenách* perc. body

	AMP 2003	Skutočnosť 1. polrok 2003	Odhad rok 2003
HDP v s.c. 1995	4,1	3,9	3,9
Domáci dopyt	2,2	0,0	-0,1
v tom:			
Konečná spotreba spolu	1,6	0,7	0,8
Konečná spotreba domácností	1,4	0,6	0,7
Konečná spotreba ver. správy a nezisk. inštitúcií	0,2	0,1	0,2
Tvorba hrubého kapitálu	0,6	-0,7	-0,9
Tvorba hrubého fixného kapitálu	1,2	-0,3	0,0
Čistý vývoz	1,9	5,1	4,0
Vývoz výrobkov a služieb	6,0	17,6	15,2
Dovoz výrobkov a služieb	-4,1	-12,5	-11,2
Štatistická diskrepancia	0,0	-1,1	0,0

*Odchýlky v medzisúčtoch príspevkov jednotlivých komponentov sú vplyvom zaokrúhľovania

Vzhľadom na vyššie uvedené možno odhadovať, že domáci dopyt, na rozdiel od predikcie v AMP, mierne poklesne. Tento predpoklad, napriek priaznivejšiemu vývoju zahraničného obchodu, pravdepodobne prispieje v roku 2003 k miernemu spomaleniu medziročnej dynamiky reálneho rastu, keď rast HDP by mohol dosiahnuť úroveň spodnej časti prognózovaného intervalu v AMP 2003.

Pri predpokladanom **reálnom raste HDP na úrovni 3,9% by tvorba HDP v bežných cenách mohla v roku 2003 dosiahnuť 1 180 mld. Sk.** Vzhľadom na nižší prírastok deflátoru HDP v 1. polroku 2003 v porovnaní s predikciou v AMP by prírastok deflátoru HDP v roku 2003 mal dosiahnuť 5,7%.

HDP v bežných cenách a implicitný deflátor

	AMP 2003	Skutočnosť 1. polrok 2003	Odhad rok 2003
HDP v bežných cenách			
mld. Sk	1 185,0	564,0	1180,0
medziročný rast v %	10,4	9,0	9,9
Implicitný deflátor HDP (medziročný prírastok v %)	6,1	4,8	5,7

3.5 Mzdy a zamestnanosť

Aktuálny vývoj od začiatku roka 2003

Vývoj miezd, produktivity práce, zamestnanosti a nezamestnanosti v roku 2003 index, romr=100

	AMP 2003	Skutočnosť 1. polrok 2003	Odhad rok 2003
Priemerná mesačná nominálna mzda	107,5-109,5	106,2	106,8
Priemerná mesačná reálna mzda	99,0-100,8	98,6	98,4
Produktivita práce z HDP v s.c.	103,7	102,8	103,0
Reálna produktivita – reálna mzda v percentuálnych bodoch	4,7-2,9	4,2	4,6
<i>Priemerná miera inflácie</i>	<i>108,6</i>	<i>107,7</i>	<i>108,5</i>
Zamestnanosť	100,4	101,2	100,9
Priemerná miera nezamestnanosti podľa NÚP	17,2	15,6*	15,2
Priemerná miera nezamestnanosti podľa VZPS	x	17,7	17,1

*priemer za január až september

Vývoj miezd v 1. polroku 2003 charakterizovalo spomalenie medziročnej dynamiky rastu nominálnych miezd (o viac ako jednu tretinu) a pokles reálnych miezd oproti minuloročnému výraznému rastu.

Na spomalení dynamiky rastu priemernej mesačnej nominálnej mzdy sa podieľala väčšina odvetví. Rýchlejšie ako pred rokom rástli nominálne mzdy len v hoteloch a reštauráciách, stavebníctve, finančnom sprostredkovaní a vo verejnej správe, obrane a povinnom sociálnom zabezpečení. Najpomalší rast bol v doprave, pošte a telekomunikáciách, v obchode a opravárenských činnostiach, v stavebníctve a v zdravotníctve.

Medziročný pokles reálnej mzdy ovplyvnil okrem pomalšieho rastu nominálnych miezd tiež rast priemerných spotrebiteľských cien, ktorých dynamika sa oproti 1. polroku 2002 takmer zdvojnásobila.

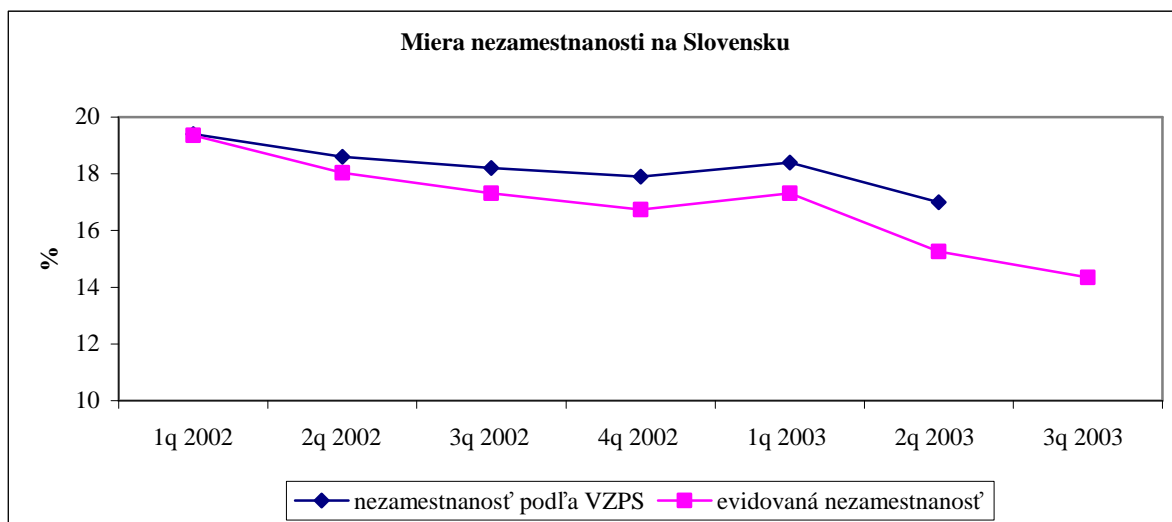
Produktivita práce (HDP na zamestnanca hospodárstva) vzrástla v bežných cenách rovnakou dynamikou ako pred rokom, v stálych cenách sa dynamika spomalila o 0,9 percentuálneho bodu. Faktorom, ktorý sa podieľal na znížení dynamiky reálneho rastu produktivity práce bol vývoj zamestnanosti, ktorý nebol sprevádzaný adekvátnym nárastom HDP. Zatiaľ čo dynamika rastu reálneho HDP zostala v prvom polroku 2003 na úrovni spreď roka, medziročný rast zamestnanosti zaznamenal zrýchlenie z 0,2% v 1. polroku 2002 na 1,2% v 1. polroku 2003.

Rast **zamestnanosti** zaznamenali najmä odvetvia zdravotníctvo a sociálna pomoc, ostatné spoločenské, sociálne a osobné služby a odvetvie nehnuteľnosti, prenájom a obchodné činnosti. Na druhej strane pokles zamestnanosti bol zaznamenaný najmä v poľnohospodárstve, poľovníctve a lesníctve, školstve a v odvetví doprava, skladovanie, pošta a telekomunikácie.

Vývoj **nezamestnanosti** za obdobie január až september 2003 charakterizoval výrazný pokles. Kým v januári miera evidovanej nezamestnanosti predstavovala 17,7%, v septembri sa znížila na 13,9%. V priemere za deväť mesiacov miera evidovanej nezamestnanosti dosiahla 15,6%.

Medzi faktory, ktoré prispeli k poklesu nezamestnanosti v roku 2003 patria hlavne administratívne opatrenia (novela zákona o zamestnanosti, ktorá nadobudla účinnosť k prvému januáru a ktorá ukladá nezamestnaným povinnosť hlásiť sa na úradoch práce každých 14 dní), rast zamestnanosti (spôsobený rastom ekonomiky, vplyvom PZI atď.).

Pokles nezamestnanosti od začiatku roka potvrdzujú aj údaje z výberového zisťovania pracovných síl, podľa ktorých bolo v 1. štvrtroku nezamestnaných 18,4% a v 2. štvrtroku 17,0% ekonomicky aktívnych obyvateľov. Priemerná miera nezamestnanosti za 1. polrok 2003 podľa výberového zisťovania predstavovala 17,7%.



Predpoklady aktualizovaného menového programu a očakávaný vývoj do konca roka 2003

V druhom polroku očakávame zrýchlenie medziročnej dynamiky rastu nominálnych miezd oproti 1. polroku v podnikateľskom i vo verejnom sektore. Možný priestor pre zvýšenie dynamiky rastu miezd v podnikateľskom sektore je vytvorený dobrými výsledkami finančného hospodárenia v 1. polroku, ako aj rastom produktivity práce, ktorý v reálnom vyjadrení predstihol rast miezd vo väčšine odvetví. Vo verejnom sektore predpokladaná vyššia dynamika súvisí s úpravou miezd pracovníkov v štátnej a verejnej službe od augusta tohto roku.

Na základe vývoja miezd v 1. polroku tohto roku a očakávaného vývoja v druhom polroku **možno pre rok 2003 predpokladať rast nominálnych miezd pod spodnou hranicou intervalu AMP na úrovni 6,8%. Reálne mzdy by mali vplyvom pomalšieho nominálneho rastu pri takmer nezmenenom odhade inflácie poklesnúť o 1,6%.**

Predpokladané spomalenie dynamiky rastu nominálnych miezd v roku 2003 pod spodnú hranicu AMP súvisí najmä so spomalením mzdového rastu v podnikateľskej sfére v prvej polovici roku 2003. Tlmiaco na rast miezd pravdepodobne pôsobila pomerne vysoká dynamika rastu reálnych miezd z roku 2002 a súčasne mohla byť mzdová politika podnikateľských subjektov ovplyvnená aj reštriktívnou mzdovou politikou vo verejnom sektore.

Nadväzne na odhadovaný ekonomický rast, ktorý by mal byť oproti AMP mierne nižší a naopak, rýchlejší rast zamestnanosti, reálna produktivita práce z HDP na zamestnanca by mala v roku 2003 rásť oproti AMP pomalším tempom (3,0%). To by znamenalo, že pri

odhadovanom poklese reálnych miezd predstih rastu produktivity práce pred mzdami dosiahne 4,6 percentuálneho bodu, čo je hodnota na hornej hranici AMP 2003.

Aktualizovaný menový program na rok 2003 predpokladal medziročný rast počtu zamestnancov o 0,4%, no vývoj v prvom polroku 2003 naznačuje, že priemerný rast zamestnanosti za celý rok 2003 bude oproti prognóze v AMP vyšší. **Celoročný rast zamestnanosti odhadujeme vo výške 0,9%**, nakoľko v druhom polroku 2003 predpokladáme v dôsledku vplyvu sezónnych faktorov (ukončenie sezónnych prác a i.) spomalenie rastu zamestnanosti na polovičné tempo v porovnaní s 1. polrokom.

Aktualizovaný menový program na rok 2003 predpokladal priemernú mieru evidovanej nezamestnanosti za rok 2003 na úrovni 17,2%. Na základe doterajšieho vývoja možno predpokladať, že ročná miera nezamestnanosti bude v porovnaní s AMP nižšia. S prihliadnutím aj na obvyklý, sezónny nárast nezamestnanosti v závere roka **priemerná miera evidovanej nezamestnanosti za rok 2003 by mohla dosiahnuť 15,2%, miera nezamestnanosti podľa výberového zisťovania pracovných síl 17,1%**.

3.6 Hospodárenie verejného sektora

Doterajší vývoj štátneho rozpočtu za rok 2003 signalizuje isté riziká v príjmovej časti, na ktoré sme upozorňovali už v Aktualizovanom menovom programe na rok 2003.

Výpadok daňových príjmov ku koncu roka odhadujeme na približne 19 mld. Sk. Na druhej strane nedaňové príjmy v dôsledku deblokácií ruského dlhu, ako aj v dôsledku vysporiadania spotrebnej dane zo zásoby minerálnych olejov skladovaných Správou štátnych hmotných rezerv budú prekročené o cca 5 mld. Sk. Celkový výpadok príjmov teda predstavuje približne 14 mld. Sk. Tento výpadok bude zrejme riešený použitím štátnych finančných aktív na posilnenie príjmovej časti rozpočtu (10 mld. Sk), úsporami na úrokových výdavkoch a viazaním výdavkov v jednotlivých rozpočtových kapitolách. Schodok štátneho rozpočtu i verejného rozpočtu na hotovostnom princípe by teda mal byť dodržaný. Pri aktuálnom princípe (metodika ESA 95) sa však použitie štátnych finančných aktív z príjmov štátneho rozpočtu vylučuje. Na druhej strane sa vylučuje aj negatívny jednorazový vplyv na daňové príjmy v dôsledku novely zákona o DPH. Celkový dopad na deficit verejných financií v ESA 95 bude závisieť od vyčíslenia tohto jednorazového dopadu. V prípade, že jeho výška bude 10 mld. Sk a viac, stanovený deficit vo výške 5% z HDP bude dodržaný. V prípade, že kvantifikácia preukáže nižší objem, hrozí jeho prekročenie.

Na preklopenie prechodného nedostatku likvidity na krytie potrieb štátneho rozpočtu bude emitovať ŠPP nad rámec uvažovaný v AMP a celková výška emitovaných ŠPP v roku 2003 by mohla presiahnuť 50 mld. Sk (AMP 37,7 mld. Sk).

3.7 Menová politika

3.7.1 Menové agregáty

V porovnaní s predpokladmi AMP v bežnom kurze dosahuje peňažná zásoba v roku 2003 miernejšiu dynamiku. Na jednej strane je to ovplyvnené apreciáciou výmenného kurzu slovenskej koruny voči USD, ktorého východisková úroveň bola 40,036 SKK/USD a AMP uvažoval s jeho nezmenenou úrovňou. Od začiatku roka do novembra však miera zhodnotenia slovenskej koruny presiahla 13%. Na strane druhej determinujúci vplyv mala transformácia bankových vkladov do alternatívnych foriem investovania, predovšetkým do podielových listov podielových fondov. Pasíva v podobe podielových listov nie sú súčasťou agregátu M2

a z toho dôvodu sa alokácia zdrojov do kolektívnych foriem investovania prejavuje zmiernením dynamiky peňažnej zásoby. Dynamický záujem o investície do podielových listov je motivovaný predovšetkým zápornými reálnymi úrokovými sadzbami na bankové depozitá a prijatými legislatívnymi úpravami v oblasti kolektívneho investovania, ktoré túto oblasť zatriktívňujú.

Dynamika čistého úveru vláde sa v roku 2003 vyvíja v súlade s predpokladmi AMP. Na elimináciu rizík prekročenia schváleného schodku štátneho rozpočtu prijala vláda opatrenia, v dôsledku ktorých očakávame koncoročný deficit v plánovanej výške. Širší okruh verejných financií dosahuje prebytkové hospodárenie, na ktorom sa podieľa najmä hospodárenie fondov sociálneho zabezpečenia a štátnych fondov. MF SR avizovalo zámer do konca roka čerpať zahraničný úver vo výške 260 mil. EUR za účelom akumulácie prostriedkov na splátku štátneho dlhu začiatkom 2004. Čerpaním tohto úveru by nedošlo k očakávanému poklesu zahraničnej zadlženosti vlády, ale k transformácii časti vnútorného dlhu na zahraničný. K ultimu roka predpokladáme aj kladné hospodárenie FNM na úrovni 1,5 mld. Sk.

Úverové aktivity bánk sú v roku 2003 výraznejšie sektorovo charakterizované. Ťažisko nárastu úverov spočíva v poskytovaní dlhodobých investičných úverov obyvateľstvu (hypotéky). Úvery podnikateľskej sfére sa výraznejšie profilovali do poskytovania úverov v cudzej mene. Tento posun v porovnaní s predchádzajúcim obdobím môže byť ovplyvnený snahou subjektov pôsobiacich v zahraničnom obchode o zabezpečovanie si podnikového cash-flow v jednej mene s minimalizáciou kurzových strát a v neposlednom rade aj nižšími úrokovými nákladmi.

Do konca roku predpokladáme pozvoľné zmiernenie dynamiky domácich úverov, ktoré by malo byť ovplyvnené doznievaním stimulujúceho efektu štátnych prémie na hypotéky a dopadom nárastu zvýšených životných nákladov v roku 2003 v neprospech akceptácie budúcich úrokových nákladov. V porovnaní s AMP by tak rast úverov mohol v roku 2003 dosiahnuť mierne nižšiu dynamiku 9,7% (AMP 11,5%). Rizikom tohto predpokladu je možnosť čerpania hypotekárnych úverov pol roka po uzatvorení úverovej zmluvy s možnosťou predĺženia tejto lehoty.

3.7.2 Realizácia menovej politiky

Výkon menovej politiky NBS sa v roku 2003 realizoval v prostredí rastúcej miery inflácie, podmienenej administratívnym prispôbovaním regulovaných cien a zmenami daňovej politiky vlády. Výraznejší nárast nákladových položiek pôsobil proti vzniku dopytových tlakov. NBS za daných podmienok na rast inflácie nereagovala zmenou svojich úrokových sadzieb. Útlm domáceho dopytu bol sprevádzaný zlepšovaním zahraničnoobchodnej bilancie a poklesom pasívneho salda bežného účtu platobnej bilancie, predovšetkým v dôsledku nárastu exportnej výkonnosti SR. Zhodnotením aktuálneho a očakávaného vývoja makroekonomického prostredia po zverejnení výsledkov o vytvorení HDP za 1. polrok 2003 rozhodla Banková rada NBS v septembri o znížení svojej základnej úrokovej sadzby o 0,25 percentuálneho bodu na 6,25% (a symetrickým znížením vyhlásovaných sadzieb na jednodňové automatické operácie s obchodnými bankami).

Vývoj v kurzovej oblasti si nevyžiadal úpravu úrokových sadzieb, aj keď NBS niekoľkokrát (výraznejšie v máji) v roku 2003 intervenovala na devízovom trhu proti nadmernému zhodnocovaniu slovenskej koruny.

Výkon menovej politiky mal aj v roku 2003 sterilizačný charakter, avšak v porovnaní s rokom 2002 bola úroveň sterilizačnej pozície relatívne stabilná. K výraznejšiemu prehĺbeniu

sterilizácie došlo v januári, po znížení sadzby PMR o 1 percentuálny bod, ako aj v dôsledku sterilizácie intervencií NBS na devízovom trhu proti nadmernému posilňovaniu slovenskej koruny. V marci sa pri nevýraznej emisnej činnosti MF SR akumuloval väčší objem splátok štátnych cenných papierov, čo sa prejavilo v marcovom zvýšení sterilizačnej pozície NBS. Dosiahnutá úroveň sterilizácie bola od marca do novembra stabilná a do konca roku nepredpokladáme výraznejšiu zmenu jej úrovne. Zámer vlády čerpať zahraničný úver v objeme 260 mil. EUR by sa v roku 2003 nemal na sterilizácii NBS prejavíť, nakoľko získané zdroje by nemali byť do konca roka použité. Ku koncu roka by sa sterilizačná pozícia NBS mala pohybovať na úrovni blízko 175,5 mld. Sk, čo v porovnaní s východiskom roka predstavuje prehĺbenie o 31 mld. Sk. V priemere sa sterilizačná pozícia v roku 2003 prehĺbila v porovnaní s rokom 2002 o cca 70 mld. Sk.

4. Menový program na rok 2004

4.1 Inflácia

Predikcia vývoja spotrebiteľských cien v roku 2004

Predikcia vývoja spotrebiteľských cien je založená na fixnom výmennom kurze voči euru a priemernej cene ropy na úrovni 26 USD/b. Očakávaná cena ropy v období 2004 vychádza z predikcie Európskej komisie (Economic Forecasts, Autumn 2003).

Výrazný vplyv **administratívnych opatrení** na vývoj spotrebiteľských cien v roku 2003 by mal pokračovať aj v roku 2004. Odhad vývoja spotrebiteľských cien v rokoch 2004 predpokladá, že regulácia cien sieťových odvetví bude vychádzať z platných a vydaných výmerov, ako aj zverejnených informácií ÚRSO o predpokladoch zvyšovania regulovaných cien v rokoch 2004. Odhad zvyšovania regulovaných cien je tiež založený na predpokladoch Ministerstva výstavby a regionálneho rozvoja SR (nájomné) a predpokladoch požadovaného zvýšenia cestovného zo strany dopravných spoločností. Na základe vývoja v minulosti je odhadované aj zvýšenie ďalších regulovaných cien (ako je napr. ubytovanie na vysokoškolských internátoch, školské stravovanie, ceny v zdravotníctve a pod.). V porovnaní s AMP 2003 sa očakáva mierne nižší rast regulovaných cien v roku 2004, hlavne v dôsledku nižšieho nárastu cien zemného plynu a tepla.

Očakávaný rast regulovaných cien v roku 2004

Názov reprezentanta	2004			
	očakávaný rast vrátane zmeny DPH	príspevok	očakávaný rast vrátane zmeny DPH	príspevok
	AMP 2003		MP 2004	
Elektrická energia	9,6	0,4	13,5	0,6
Tepelná energia	8,7	0,4	4,4	0,2
Zemný plyn	37,6	1,3	33,3	1,1
Železničná dopr.	8,6	0,0	10,0	0,0
Autobusová dopr.	8,6	0,2	10,0	0,2
Vodné	33,4	0,2	37,8	0,2
Stočné	30,3	0,1	34,7	0,1
Poštovné	8,6	0,0	8,5	0,0
Nájomné	60,0	0,5	60,0	0,5
SPOLU		3,2		3,1

Zvýšenie ďalších regulovaných cien (ako je napr. ubytovanie na vysokoškolských internátoch, školské stravovanie, ceny v zdravotníctve) by malo predstavovať v roku 2004 dopad na infláciu 0,4 percentuálneho bodu.

Z administratívnych opatrení sa v odhade vývoja spotrebiteľských cien na rok 2004 zohľadňuje pokračovanie dopadov zmien spotrebných daní z augusta 2003 a zavedenie jednotnej sadzby DPH vo výške 19% od 1. januára 2004. Zavedenie jednotnej sadzby DPH vo výške 19% znamená na jednej strane zvýšenie zníženej sadzby zo 14% a na druhej strane zníženie základnej sadzby DPH z 20%. Podľa prepočtu NBS by takáto zmena DPH mala predstavovať celkový dopad na cenovú hladinu predstavovať 1,9 percentuálneho bodu, pričom zmena DPH v neregulovaných cenách by mala spôsobiť zvýšenie celkovej inflácie o 1,04 percentuálneho bodu. Odhad počíta so zmenami spotrebnej dane z tabaku a tabakových

výrobkov od mája 2004 o 1 Sk na krabičku cigariet s dopadom na celkovú infláciu 0,1 percentuálneho bodu².

Prognóza ráta aj so zrušením 10 a 20 halierových mincí a ich stiahnutím z obehu od 1. januára 2004. Dopad tohto kroku bude závisieť od spôsobu zaokrúhľovania cien. Keďže podľa schváleného zákona o cenách sa budú ceny zaokrúhľovať matematickým spôsobom a bude sa zaokrúhľovať až celý nákup, dopad na spotrebiteľské ceny by mal byť minimálny, resp. takmer žiadny. V predpoklade vývoja cien sa však počíta s maximálnym dopadom. Maximálne možné dopady zaokrúhľovania na vývoj spotrebiteľských cien by mohli predstavovať 0,4-0,5 percentuálneho bodu.

V obchodovateľnom sektore je najväčšie riziko a neistota spojené v roku 2004 s vývojom **cien potravín** vplyvom niekoľkých faktorov. Začiatkom roku 2004 sa pravdepodobne prejaví na trhu nižšia úroda z roku 2003, v máji sa stane Slovenská republika členskou krajinou EÚ a prijme spoločnú poľnohospodársku politiku s vyššími intervenčnými cenami na niektoré komodity. Dopad na ceny potravín môže mať aj snaha prvovýrobcov o vytváranie odbytových družstiev a takto, cez zmenu trhovej situácie (keď bude odbytové družstvo silnejším a väčším partnerom voči spracovateľom a obchodným reťazcom) dosiahnuť vyššie odbytové ceny (čo sa čiastočne podarilo už na konci roku 2003). Neschopnosť, alebo neochota prispôsobiť sa hygienickým normám EÚ môže mať za následok zánik niektorých spracovateľov v roku 2004, ale vzhľadom na prebytok spracovateľských kapacít by to nemalo mať dopad na trhovú situáciu.

V cenách **obchodovateľných tovarov** by mala pôsobiť predovšetkým nízka dovezená inflácia a rozvinuté konkurenčné prostredie, ktoré bude podporené aj vstupom do EÚ, čo uľahčí dovoz a vývoz tovaru, ako aj prístup na slovenský trh novým zahraničným dodávateľom. Ceny pohonných hmôt, ktoré sú zahrnuté v rámci obchodovateľných tovarov, sa budú vyvíjať v závislosti od predpokladaného vývoja cien ropy na svetových trhoch a výmenného kurzu.

V roku 2004 by malo pokračovať prorastové pôsobenie nákladových faktorov zvyšovania regulovaných cien (hlavne cien energií) v cenách **trhových služieb** (tzv. sekundárne efekty).

Tlmiaco na vývoj cenovej hladiny v roku 2004 bude vplývať pretrvávajúci pokles reálnej mzdy, avšak výpadok reálnych príjmov bude čiastočne kompenzovaný rastom zamestnanosti, rozvojom spotrebného úverovania a splátkového predaja a pod.

Na základe uvedených predpokladov je možné očakávať, že celková inflácia by sa tak ku koncu roka 2004 mala pohybovať v intervale 5,5-7,3%, čomu zodpovedá priemerná inflácia v pásme 7,2-8,2%. Jadrová inflácia by mohla dosiahnuť v decembri 2004 hodnotu v pásme 1,2-3,5%.

Spotrebiteľské ceny (%)

		2002	Odhad na rok 2003 ¹	MP 2004
Celková inflácia	Medziroč. miera	3,4	9,4	6,4 (5,5-7,3)
	priem. medziroč. miera	3,3	8,5	7,7 (7,2-8,2)
Jadrová inflácia	Medziroč. miera	1,9	3,1	2,4 (1,2-3,5)
Čistá inflácia bez pohonných hmôt	Medziroč. miera	2,9	3,4	2,3 (1,7-2,8)

¹ odhad na základe aktuálneho vývoja do novembra

² Harmonogram zvyšovania spotrebnej dane z tabaku a tabakových výrobkov podľa dohody medzi vládou SR a EK z roku 2000 o prechodnom období pre túto daň do roku 2008 už v súčasnosti neplatí, pretože v roku 2003 došlo k dvojnásobnému výraznému zvýšeniu tejto dane. Zvýšenie dane z tabaku a tabakových výrobkov v máji 2004 o 1 Sk na krabičku, je spôsobené rozpočtovými potrebami (dofinancovanie regionálneho školstva).

Odhad inflácie na rok 2004

	Menový program 2004	
	prírastok cien v percentách Dec04/Dec03 (podiel v percentuálnych bodoch na úhrnnom prírastku)	
	min	max
Úhrn	5,5	7,3
Regulované ceny	13,4 (3,48)	14,2 (3,69)
Vplyv zmien nepriamych daní v neregulovaných cenách	(1,14)	(1,14)
Jadrová inflácia	1,2 (0,87)	3,5 (2,49)
<i>v tom: Potraviny</i>	1,2 (0,22)	5,7 (1,09)
<i>Obchodovateľné tovary</i>	0,4 (0,13)	1,3 (0,45)
<i>v tom: Obchodovateľné bez PHM</i>	1,0 (0,30)	1,4 (0,45)
<i>PHM</i>	-5,6 (-0,17)	-0,1 (0,00)
<i>Trhové služby</i>	2,9 (0,52)	5,3 (0,95)
Čistá inflácia	1,2 (0,65)	2,7 (1,40)
Čistá inflácia bez PHM	1,7 (0,82)	2,8 (1,40)
Priemerná inflácia	7,2	8,2
Priemerná jadrová inflácia	1,8	3,0
Priemerná čistá inflácia	1,7	2,5
Priemerná čistá inflácia bez PHM	2,1	2,8

Riziká spojené s predikciou inflácie na roky 2004

Rizikovými faktormi pre vývoj spotrebiteľských cien v nasledujúcom roku, ktoré môžu pôsobiť prorastovo, ale aj tlmiačo, budú predovšetkým vývoj cien ropy na svetových trhoch a vývoj výmenného kurzu (či už výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru alebo kurzu eura voči americkému doláru).

Pravdepodobne najväčšie riziko bude v cenách potravín. Na ich vývoj bude v roku 2004 vplývať niekoľko negatívnych faktorov. Prvým je vstup do EÚ a prijatie zásad spoločnej poľnohospodárskej politiky, čo bude mať za následok prispôsobovanie sa cien poľnohospodárskych produktov v SR cenám na spoločnom organizovanom trhu (rast cien cukru, mlieka, masla a pod., pri niektorých môže dôjsť k miernemu poklesu) s dopadom na spotrebiteľské ceny. Ďalším rizikovým faktorom v cenách potravín je nižšia úroda v roku 2003 spôsobená suchom, čo sa môže prejaviť v cenách začiatkom roku 2004. Z administratívnych opatrení, ktoré môžu mať na ceny potravín výraznejší prorastový efekt, treba uviesť zavedenie jednotnej sadzby DPH, čo spôsobí zvýšenie zníženej sadzby DPH, v ktorej je zaradená väčšina potravín, ako aj zrušenie 10 a 20 halierových mincí. Treba zohľadniť riziko, že predajcovia môžu zvýšiť ceny viac ako bude efekt zmeny DPH, prípadne budú zaokrúhľovať spôsobom, aby maximalizovali svoje tržby a zisk. Stred predikcie je založený na predpoklade, že nedôjde k naplneniu týchto dvoch rizík.

Určitá miera neistoty je spojená aj so zvyšovaním regulovaných cien, predovšetkým cien energií a s tým súvisiace možné sekundárne efekty v neregulovanej časti spotrebného koša.

Veľkosť možných sekundárnych efektov závisí od možnosti jednotlivých výrobcov, dovozcov, predajcov a poskytovateľov služieb zvýšené náklady na energie premietnuť do súčasnej úrovne cien. U časti účastníkov trhu sa možnosť znižovať marže už vyčerpala v roku 2003, ale u iných zvýšená produktivita práce a mierny rast miezd v roku 2003 môže vytvoriť priestor na ďalšie znižovanie marží a neprelievanie zvýšených nákladov do cien.

4.2 Ceny výrobcov

Predpoklady vývoja cien výrobcov:

- stabilizácia ceny ropy v priemere okolo 26 USD/barel,
- odhad vývoja cien výrobcov je založený na fixnom kurze slovenskej koruny voči euru,
- výraznejšia dynamika cien potravinárskych výrobkov (sekundárny dopad prijatia Spoločnej poľnohospodárskej politiky vstupom Slovenska do EÚ v máji 2004).

Ceny elektrickej energie, plynu, pary a teplej vody

Ceny priemyselných výrobcov budú v roku 2004 významnou mierou ovplyvňované zvyšovaním cien producentov energií pre domácnosti a výrobnú sféru. Ich rast však bude výrazne nižší ako v roku 2003, čo súvisí s ukončovaním procesu deregulácie cien energetických produktov a procesu liberalizácie trhu s energiami na Slovensku. Podľa návrhu zákona o energetike, ktorý je v súčasnosti v medzirezortnom pripomienkovom konaní, by sa proces deregulácie cien pre výrobnú spotrebu mal ukončiť dňa 1.7.2004, kedy sa trh s energiami pre výrobcov stane plne liberalizovaný. Ceny energií pre domácnosti budú regulované do 1.7.2007.

Postup zvyšovania cien jednotlivých druhov energií podľa predbežného rozhodnutia Úradu pre reguláciu sieťových odvetví (ÚRSO) pre roky 2004-2006 a proces liberalizácie trhu s energiami v danom období je podrobnejšie opísaný v nasledujúcej prílohe.

Na základe očakávaného vývoja cien elektrickej energie, zemného plynu a tepla a v súlade s liberalizáciou trhu s energiami predpokladáme, že priemerná dynamika rastu cien výrobcov elektrickej energie, plynu, pary a teplej vody by mala v roku 2004 dosiahnuť **4,2%**.

Proces deregulácie cien a liberalizácie trhu s energiami (podľa návrhu zákona o energetike) v rokoch 2004-2006

Elektrická energia

a) deregulácia cien

Odberateľ	2004	2005	2006
Výrobná spotreba	+2,0%	+2,2%	+1,6%
Obyvateľstvo	+8,7%		

V roku 2004 sa cena elektrickej energie bude vyvíjať diferencovane pre výrobnú spotrebu a pre obyvateľstvo. V rokoch 2005-2006 sa už bude zvyšovať rovnakou mierou pre výrobnú spotrebu ako aj pre obyvateľstvo, pričom miera rastu jej ceny bude nižšia ako očakávaná miera inflácie do roku 2006.

b) liberalizácia trhu s elektrickou energiou

Trh s elektrickou energiou je otváraný postupne tak, aby pojem oprávnený odberateľ (odberateľ, ktorý nepodlieha cenovému výmeru ÚRSO a sám si vyberá dodávateľov elektriny) zahrňoval:

- od 1. januára 2004 odberateľov nad 20 GWh spolu na všetkých odberných miestach
- od 1. júla 2004 všetkých odberateľov okrem domácností
- od 1. júla 2007 všetkých odberateľov
- dodávky elektriny z iného členského štátu Európskej únie sú rešpektované ak ich odberateľ je považovaný za oprávneného v oboch členských štátoch.

Zemný plyn

a) deregulácia cien

Odberateľ	2004	2005	2006
Výrobná spotreba	-2,1%	+2,2%	+1,3%
Obyvateľstvo	+27,8%		

Podľa ÚRSO zvýšia v roku 2004 výrobcovia cenu zemného plynu pre domácnosti o 27,8%, cenu zemného plynu pre výrobnú sféru by mali znížiť o 2,1%. Po zohľadnení váhového zastúpenia domácností a výrobcov na celkovej spotrebe zemného plynu, by producenti zemného plynu mali zvýšiť jeho cenu v roku 2004 v priemere o 6,1%. V rokoch 2005 a 2006 sa bude cena zemného plynu zvyšovať rovnakou mierou pre výrobcov aj pre domácnosti.

b) liberalizácia trhu so zemným plynom

Postup otvárania trhu s plynom v Slovenskej republike bude nasledovný:

- do 1.7. 2004 je koncový odberateľ, ktorého spotreba plynu za obdobie posledných 12 mesiacov prevyšuje 15 miliónov m³, oprávneným odberateľom
- od 1.7. 2004 sú oprávnenými odberateľmi všetci koncoví odberatelia s výnimkou odberateľov kategórie domácnosť
- od 1.7. 2007 sú všetci koncoví odberatelia oprávnenými odberateľmi.

Teplo

Odberateľ	2004	2005	2006
Výrobná spotreba	+2,0%	+4,0%	+2,2%
Obyvateľstvo			

Celkový vývoj ceny elektrickej energie v roku 2004 bude závisieť od konečných prepočtov ŠÚ SR ohľadom pohybu ceny elektrickej energie pre výrobnú spotrebu. Keďže cena odberu elektrickej energie pre výrobcov bude v roku 2004 určovaná voľbou pásmových produktov, v rámci ktorých sa ceny môžu zvyšovať alebo znižovať oproti predchádzajúcemu roku, je možné, že výsledné ceny pre výrobnú spotrebu budú na nižšej úrovni v porovnaní s rokom 2003.

Ceny produktov priemyselnej výroby

Na vývoj cien produktov priemyselnej výroby budú okrem netrhových faktorov (vyššie energetické náklady z dôvodu ukončovania deregulácie ich cien v roku 2004) vplývať aj rôzne externé a domáce trhové faktory.

Z pohľadu domácich faktorov budú mať pravdepodobne prorastový vplyv na vývoj cien produktov priemyselnej výroby v roku 2004 sekundárne dopady prijatia Spoločnej poľnohospodárskej politiky (SPP) vstupom Slovenska do Európskej únie v máji 2004. Prijatím SPP bude časť poľnohospodárskych komodít podporovaná intervenčnými cenami EÚ, čo by malo prispieť k zvýšeniu ich cien.

Jedným z predpokladov vývoja cien produktov priemyselnej výroby je aj klesajúca priemerná cena ropy z 28 USD/barel v roku 2003 na úroveň 26 USD/barel v roku 2004, čo by sa malo tlmiačo prejavíť v dynamike cien produktov priemyselnej výroby.

Vplyvom zvyšovania cien energií zo strany domácich producentov, ako aj vplyvom ostatných vyššie spomínaných vnútorných a vonkajších faktorov, by ceny produktov priemyselnej výroby mali dosiahnuť priemerný medziročný rast **1,4%**.

Ceny priemyselných výrobcov v roku 2004

Za predpokladu vyššie uvedeného vývoja cien producentov elektrickej energie, plynu, pary a teplej vody a cien produktov priemyselnej výroby NBS očakáva v roku 2004 priemerný rast cien priemyselných výrobcov na úrovni **2,4%**.

Riziká vývoja cien priemyselných výrobcov:

- odlišný vývoj ceny ropy na svetových trhoch, keďže na jednej strane môže dôjsť z dôvodu rastu exportu ropy z krajín mimo organizácie OPEC k zvyšovaniu jej ponuky na trhu a tým aj k poklesu jej ceny, na strane druhej, v prípade zvýšeného rastu dopytu po rope v dôsledku hospodárskej konjunktúry vo svete, sa môže cena ropy zvýšiť nad úrovne predpokladané v MP 2004
- výraznejšie zhodnocovanie, resp. znehodnocovanie amerického dolára voči euro a tým aj voči slovenskej mene
- v cenách potravinárskych výrobkov môže dôjsť k odlišnému ako očakávanému vývoju z dôvodu iných, ako predpokladaných dopadov prijatia SPP na ich ceny, alebo z dôvodu nepredvídateľných zmien klimatických podmienok

4.3 Zahraničná oblasť

4.3.1 Platobná bilancia

Položky bežného účtu v mld. Sk	Odhad -2003	2004 MP – 2004
Obchodná bilancia	-38,2	-46,1
Vývoz	784,4	840,3
Dovoz	822,6	886,4
Bilancia služieb	10,3	12,9
Bilancia výnosov	-4,1	-3,2
z toho výnosy z investícií	-20,5	-17,2
Bežné transfery	8,7	6,0
Bežný účet	-23,3	-30,4
Podiel BÚ na HDP v %	-2,0	-2,3

V roku 2004 by malo dôjsť k zvýšeniu deficitu obchodnej bilancie oproti roku 2003 v dôsledku poklesu dynamiky vývozu na 7,1%. Na nižšie tempo rastu vývozu bude vyplývať hlavne pokles dynamiky vývozu dopravných zariadení, ktoré zaznamenali v roku 2003 vysoký nárast (bázický efekt). Pokles tempa rastu by mal zaznamenať aj vývoz polotovarov, kde v dôsledku vysokého objemu vývozu železa a ocele v roku 2003 a existujúcich limitov, nepredpokladáme jeho ďalší rast. Vývoz niektorých chemických výrobkov a surovín bude ovplyvňovať vývoj ceny ropy a kurzu USD.

Dynamika dovozu vo výške 7,7% by mala zostať v jednotlivých skupinách zhruba na úrovni ku 2003, s výnimkou dopravných zariadení, kde v dôsledku nižšieho nárastu vývozu, sa bude realizovať aj nižší nárast dovozu. Dovoz surovín by mal okrem vývoja kurzu USD a ceny ropy, závisieť aj od vývoja cien plynu, ktorý by mal s miernym posunom sledovať vývoj cien ropy. Predpoklad poklesu ceny ropy (na 24 USD za barel do polovice roku 2005) sa premietol aj do zníženia dovozu surovín v rokoch 2004 a 2005. Pri naplnení uvedených predpokladov odhadujeme nárast podielu deficitu obchodnej bilancie na HDP z minuloročných 3,2% na 3,6%

Bilancia služieb by sa mala pohybovať v intenciách objemu a štruktúry tejto kategórie z roku 2003 (jej rozdiel oproti AMP vyplýva z rozdielnej východiskovej základne roku 2003). Doprava spolu s cestovným ruchom budú aj naďalej jej hlavnými komponentmi, ktoré zabezpečia čistý príjem zo služieb SR. Celkové saldo bilancie služieb bude kladné a bude predstavovať len mierne zvýšenie oproti roku 2003 (vývoz služieb vzrastie o 7,4% a dovoz o 5,7%).

Deficit bilancie výnosov z investícií vo výške 17,2 mld. Sk (bez kompenzácie pracovníkov) by mal v porovnaní s rokom 2003 dosiahnuť nižšiu úroveň. V znížení záporného salda, ktoré bude výsledkom nižších platených úrokov, sa odrazia nižšie splátky v sektore vlády.

Vyfinancovanie záporného salda bežného účtu by malo byť zabezpečované hlavne priamymi investíciami a zdrojmi z predvstupových fondov EÚ - kapitálové transfery. V roku 2004 predpokladáme čisté príjmy (rozdiel príspevkov z rozpočtu a fondov EÚ a do rozpočtu EÚ) z Európskych spoločností (ES) zhruba vo výške 10,0 mld. Sk, čo sa blíži k hornej hranici možného čerpania. Skutočnosť, že viac ako 75% z týchto príjmov bude projektovo orientovaných a nárok na ich čerpanie vzniká až po predložení vyhovujúcich návrhov projektov, môže spôsobiť reálne nižšie čerpanie, ktoré bude musieť byť nahradené z iných zdrojov.

Položky KFÚ mld. Sk	Odhad - 2003	MP - 2004
Kapitálové transfery	4,5	10,0
Priame zahraničné investície PZI	41,9	53,2
PZI v SR	41,1	55,0
z toho: PZI v SR – oficiálny sektor	10,1	17,0
Portfóliové investície	-4,3	-3,2
Ostatný dlhodobý finančný účet	-8,7	17,9
<i>Aktíva</i>	9,5	0,0
<i>Pasíva</i>	-18,2	17,9
<i>Vláda + NBS</i>	-16,2	22,5
<i>Komerčné banky</i>	-1,0	-1,0
<i>Podniky</i>	-1,0	-3,6
Krátkodobý finančný účet	28,0	-12,0
Kapitálový a finančný účet	61,4	65,9

Významnú úlohu v príleve zdrojov v roku 2004 by mali zohrávať aj priame zahraničné investície. Ich výška bude závisieť od úspešnosti dokončenia rozpracovaných projektov, pričom v priebehu roku 2004, dôjde pravdepodobne aj k prílevu týchto zdrojov v súvislosti s výstavbou automobilky na území SR.

Portfóliové investície by mali byť ovplyvnené transakciami tak podnikového ako aj bankového sektora. Pôjde predovšetkým o rast záujmu o zahraničné cenné papiere zo strany podnikateľských subjektov, ktorý sa už začal prejavovať v priebehu roku 2003.

Relatívne vysoký prebytok ostatných dlhodobých investícií bude ovplyvnený transakciami v sektore vlády, kde popri splátke úverov vlády emitovaných v cudzej mene (splátka vládnych bondov v roku 2004 vo výške 580,1 mil. USD) sa predpokladá aj čerpanie ďalších nových úverov (ďalšie dve tranže od Svetovej banky a nový vládny úver vo výške 1,0 mld. EUR).

Sektory v mld. Sk	Odhad – 2003	MP - 2004
Podnikový	25,8	35,0
Bankový	14,9	-10,6
Sektor vlády a NBS	20,7	41,5
Spolu	61,4	65,9

V roku 2004 by mali príjmy vlády a NBS (privatizačné príjmy, vládne pôžičky a úroky z rezerv NBS) prevyšovať výdavky (dlhová služba, garancie a klientsky platobný styk), čo sa odrazí v raste devízových rezerv NBS o 35,5 mld. Sk t.j. o 1,0. mld. USD. Ku koncu roku 2004 dosiahnu rezervy NBS 12,0 mld. USD a budú pokrývať dovoz tovarov a služieb do výšky 5,3 mesiaca.

Upravená platobná bilancia v mld. Sk	Odhad -2003	MP – 2004
Bežný účet (BÚ)	-17,8	-29,6
Kapitálový a finančný účet (K a FÚ)	28,7	40,2
Priame zahraničné investície (PZI)	31,0	38,0
Intervencie NBS	0,0	0,0
Zmena ČZA (- nárast)	-25,8	-10,6
Krytie BÚ K a FÚ v %	14,9	135,8
Krytie BÚ PZI v %	174,2	128,4

Upravený kapitálový a finančný účet by mal v roku 2004 pokrývať deficit bežného účtu najmä v dôsledku prílevu priamych zahraničných investícií.

4.3.2 Zahraničná zadlženosť

Celkový hrubý zahraničný dlh by mal dosiahnuť 15,7 mld. USD (nárast oproti roku 2003 o 0,8 mld. USD) a veriteľská pozícia čistého zahraničného dlhu sa zvýši v dôsledku rastu krátkodobých aktív podnikov a komerčných bánk na 2,8 mld. USD.

4.4 Hrubý domáci produkt

V roku 2004 predpokladáme rast HDP v stálych cenách v intervale 3,7 – 4,3%, so strednou hodnotou 4,0%, čomu zodpovedá vytvorený nominálny objem 1 290 mld. Sk.

Predikcia HDP na rok 2004

s.c., medziročná zmena v %

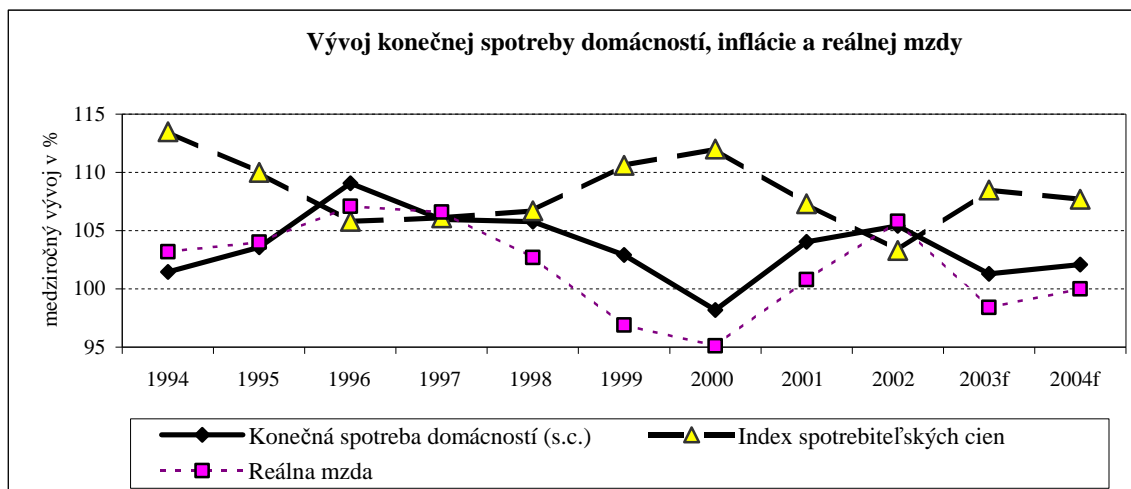
	Odhad rok 2003	Prognóza rok 2004
HDP v s.c. 1995 - interval		(3,7-4,3)
- stred intervalu	3,9	4,0
Domáci dopyt	-0,1	4,1
v tom:		
Konečná spotreba spolu	1,1	1,8
Konečná spotreba domácností	1,3	2,0
Konečná spotreba ver. správy	0,5	1,0
Konečná spotreba nezisk.inšt.*	6,8	6,9
Tvorba hrubého kapitálu	-3,1	9,9
Tvorba hrubého fixného kapitálu	0,0	6,1
Čistý vývoz		
Vývoz výrobkov a služieb	19,2	9,4
Dovoz výrobkov a služieb	13,5	9,5

Príspevky komponentov k rastu HDP v stálych cenách* perc. body

	Odhad rok 2003	Prognóza rok 2004
HDP v s.c. 1995	3,9	4,0
Domáci dopyt	-0,1	4,0
v tom:		
Konečná spotreba spolu	0,8	1,3
Konečná spotreba domácností	0,7	1,0
Konečná spotreba ver. správy	0,1	0,2
Konečná spotreba nezisk.inšt.	0,1	0,1
Tvorba hrubého kapitálu	-0,9	2,8
Tvorba hrubého fixného kapitálu	0,0	1,7
Čistý vývoz	4,0	-0,1
Vývoz výrobkov a služieb	15,2	8,5
Dovoz výrobkov a služieb	-11,2	-8,6
Štatistická diskrepancia	0,0	0,0

*Odchýlky v medzisúčtoch príspevkov jednotlivých komponentov sú vplyvom zaokrúhľovania

Súkromná spotreba pravdepodobne bude v budúcnosti prispievať k rastu HDP, hoci jej vývoj v roku 2004 je ťažko identifikovateľný v dôsledku kumulácie vplyvov daňovej a dôchodkovej reformy, ako aj prebiehajúcej reformy zdravotníctva. Očakávaný rast nominálnych miezd (7,7%) na úrovni zhodnej s prognózovanou priemernou infláciou (7,7%) nevytvára priestor pre rast reálnych miezd, v čoho dôsledku obyvateľstvo bude nútené vo väčšej miere orientovať svoje výdavky na potraviny, bývanie a dopravu, za súčasného zníženia a odloženia výdavkov na rekreáciu, kultúru a bytové vybavenie. Avšak, ani prípadný mierny pokles reálnych miezd automaticky nevyvolá zníženie súkromnej spotreby, ktorá sa aj v minulom období vyvíjala priaznivejšie ako reálne mzdy.

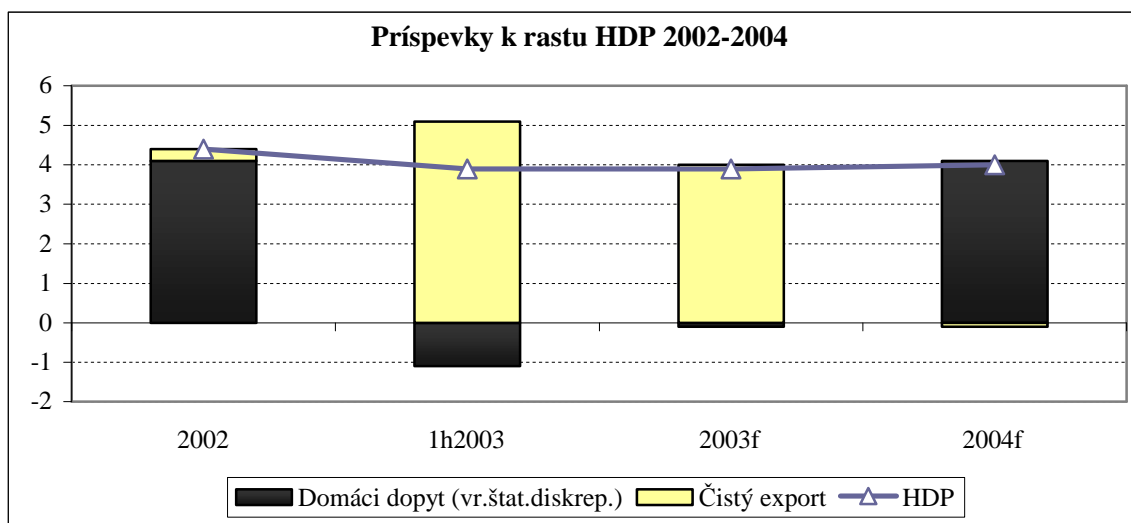


Na vývoj hrubého disponibilného dôchodku domácností bude negatívne pôsobiť nižšia úroveň sociálnych dávok, vyššie odvody z hrubých miezd do fondov sociálneho zabezpečenia, či vyššia úroveň DPH na potraviny a nealkoholické nápoje. Naopak, na úroveň súkromnej spotreby by mohli pozitívne vplyvať vyššie čisté príjmy určitých skupín domácností v dôsledku nižšej dane z príjmov, vyšších dôchodkov, očakávaného rastu zamestnanosti, ako aj otvorenia trhu práce väčšiny krajín Európskej únie. V týchto súvislostiach prognóza počíta s reálnym rastom súkromnej spotreby, avšak s určitými rizikami. V prípade naplnenia rizík vyplývajúcich z jednotlivých reforiem by mohla byť dynamika súkromnej spotreby nižšia, čo by sa následne prejavilo v pomalšom reálnom raste HDP (na spodnej hranici prognózovaného intervalu). Vývoj **konečnej spotreby verejnej správy** bude ovplyvnený zámerom znižovania deficitu verejných financií, pričom neočakávame výraznejšie zvyšovanie verejnej spotreby.

Výsledky finančného hospodárenia v roku 2003 (v 1. polroku zvýšili nefinančné korporácie svoj zisk o tretinu), nižšie úrokové sadzby na úvery, ako aj zníženie dane z príjmu od roku 2004 by mali dávať podnikateľským subjektom dostatočný priestor na rozvoj a modernizáciu technickej základne v snahe čeliť konkurenčným tlakom spoločného trhu Európskej únie. Prírastok **tvorby hrubého fixného kapitálu** by mohol byť zabezpečený i zvýšeným prílevom priamych zahraničných investícií, keď motivujúcim faktorom pre zahraničných investorov by malo byť najnižšie daňové zaťaženie SR v porovnaní s krajinami stredoeurópskeho regiónu. Predpokladaný rast fixných investícií v roku 2004 bude do istej miery súvisieť aj s nízkou porovnávacou základňou z roku 2003.

Skutočná úroveň investičného dopytu bude závisieť od podnikateľských podmienok SR v rámci regiónu, od ratingu i ďalšieho ekonomického vývoja (výška daňových sadzieb, náklady práce, rozvoj infraštruktúry) a ochoty a možností zahraničných i domácich subjektov zrealizovať svoje investičné zámery, čo bude významne vplyvať na rast HDP.

V **zahraničnom obchode** predpokladáme ustálenie medziročnej dynamiky rastu vývozu i dovozu výrobkov a služieb okolo 10% v stálych cenách v roku 2004, pričom dynamika rastu dovozu sa bude pravdepodobne viac približovať k dynamike rastu vývozu vzhľadom na očakávané dovozy technológií a vysokú základňu v roku 2003.



HDP v bežných cenách a implicitný deflátor

	Odhad rok 2003	Prognóza rok 2004
HDP v bežných cenách		
mld. Sk	1180,0	1290,0
medziročný rast v %	9,9	9,3
Implicitný deflátor HDP (medziročný prírastok v %)	5,7	5,1

Riziká vývoja HDP

- kvantifikácia vplyvov daňovej a dôchodkovej reformy na hrubý disponibilný príjem a súkromnú spotrebu obyvateľstva, keď prípadné spomalenie dynamiky konečnej spotreby by zapríčinilo spomalenie rastu HDP
- nižší prílev priamych zahraničných investícií zapríčinený prípadnými úpravami podnikateľských podmienok vrátane sadzieb dane z príjmu v okolitých krajinách
- nedodržanie zámeru znižovania deficitu verejného sektora
- odlišný vývoj cien a miezd v porovnaní s MP 2004
- priestupný rok 2004 má o 4 pracovné dni viac ako predchádzajúci rok (o 3 sviatky menej), čím by sa vyššia tvorba HDP v jednotlivých odvetviach mohla prejaviť na stránke použitia v náraste súkromnej spotreby, zásob i vývozu a dovozu výrobkov a služieb. V úhrne by mohol HDP rásť o 0,3 – 0,4 percentuálneho bodu rýchlejšie, čo by kompenzovalo riziká na strane jeho poklesu, resp. priblížilo celkový rast ekonomiky k hornej hranici prognózovaného intervalu

4.5 Mzdy a zamestnanosť

Prognóza na rok 2004

index, romr = 100

	Odhad	Prognóza
	2003	2004
Mzda nominálna	106,8	107,2-108,2
stred intervalu	-	107,7
Mzda reálna	98,4	99,5-100,5
stred intervalu	-	100,0
Produktivita práce z HDP, s.c. (stred intervalu)	103,0	103,0
<i>CPI priemer- stred intervalu</i>	<i>108,5</i>	<i>107,7</i>
Zamestnanosť	100,9	101,0
Priemerná miera nezamestnanosti NUP (%)	15,2	14,4
Priemerná miera nezamestnanosti VZPS (%)	17,1	16,2

Prognóza vývoja miezd na rok 2004 vychádza z predpokladanej priemernej inflácie rokov 2003 a 2004, zámerov štátneho rozpočtu vo vývoji miezd vo verejnom sektore na rok 2004, z možných dopadov daňovej reformy na podnikateľské subjekty a na vybrané odvetvia, z očakávaných dopadov zákona o sociálnom poistení na vybrané skupiny subjektov, ako aj z možných vplyvov v súvislosti so vstupom Slovenska do EÚ.

Možno predpokladať, že rast nominálnych miezd by mal byť v roku 2004 rýchlejší ako v roku 2003. Priestor pre vyšší rast miezd sa v súkromnom sektore vytvára pomerne nízkym rastom nominálnych miezd a poklesom reálnych miezd pri súčasnom raste produktivity práce vo väčšine odvetví v roku 2003, priaznivými výsledkami hospodárenia v roku 2003 indikovanými vývojom v 1. polroku, znížením nákladovosti v súvislosti s ukončením deregulácie cien energií pre veľkoodberateľov, ako aj zavedením jednotnej dane z príjmov od roku 2004 (cez znížené preddavky dane). Brzdíaci vplyv na vývoj miezd môže mať zvýšená investičná aktivita (smerovanie prostriedkov na investície na úkor rastu miezd) v súvislosti s potrebou posilnenia, resp. udržania konkurencieschopnosti podnikateľských subjektov pri vstupe do EÚ.

Významnejšie uvoľnenie rastu miezd v roku 2004 nemožno predpokladať aj vzhľadom na pokračujúcu reštriktívnu mzdovú politiku vo verejnom sektore (v Návrhu štátneho rozpočtu SR na rok 2004 sa predpokladá rast miezd pracovníkov v štátnej a verejnej službe od júla 2004 o 5%, resp. vo verejnej službe o 7%, vyplatenie 13. a 14. platu sa nepredpokladá), ako aj na predpokladaný nízky rast miezd v odvetviach stavebníctvo, pôdohospodárstvo a obchod.

V stavebníctve odhad vychádza z dlhodobu podpriemerného rastu miezd v tomto odvetví, ako aj z predpokladaného dopadu daňových zmien na odvetvie. V pôdohospodárstve možno predpokladať spomalenie rastu miezd v súvislosti s ekonomickými stratami, ktoré toto odvetvie utrpelo v dôsledku sucha v roku 2003, s rastom spotrebných daní, ako aj v súvislosti s neistotami súvisiacimi so vstupom SR do EÚ (plnenie kritérií podmieňujúcich vstup komodít na európsky trh, rast konkurencie, cenové vplyvy). Rozkolísaným môže byť vývoj miezd v maloobchode v súvislosti so zmenou DPH, keďže časť miezd v tomto odvetví je viazaná na výšku tržieb.

U drobných podnikateľov môže rast miezd limitovať prijatie zákona o sociálnom poistení, ktorý ukladá zamestnávateľom povinnosť úhrady práceneschopnosti počas prvých 10 dní, čo môže vytvárať tlak na viazanie vyššieho objemu disponibilných zdrojov na tento účel na úkor mzdového rastu.

Vzhľadom na vyššie uvedené možno predpokladať, že **medziročný rast miezd** dosiahne v roku 2004 nominálne 7,2 až 8,2%, čo pri prognózovanej inflácii znamená **vývoj reálnych miezd v intervale - 0,5 až +0,5%**. Pri stagnácii reálnych miezd (stred intervalu) by reálna produktivita práce zaznamenala predstih 3 percentuálne body.

Rast **zamestnanosti v roku 2004** vplyvom očakávaného rastu ekonomiky a vplyvom zákona o sociálnom poistení (neskorší odchod do dôchodku) by mohol v úhrne dosiahnuť **1%**, čo je oproti roku 2003 iba mierne zrýchlenie. Uvedený vývoj bude do značnej miery ovplyvnený pokračujúcou reštrukturalizáciou podnikovej sféry, kde nárast zamestnanosti v odvetviach so silným zastúpením zahraničného kapitálu bude do istej miery tlmený poklesom zamestnanosti v odvetviach, ktoré budú mať problémy vyrovnať sa so silným konkurenčným tlakom z iných krajín EÚ.

Miera evidovanej nezamestnanosti by sa mala medziročne znížiť o 0,8 percentuálneho bodu na **14,4%**. Dôvodom by mali byť: rast ekonomiky a vplyv priamych zahraničných investícií, ktoré by mali generovať nové pracovné miesta, zavedenie ešte prísnejších podmienok evidencie nezamestnaných (od januára 2004 by mal nadobudnúť platnosť Zákon o službách zamestnanosti) a deklarovaný väčší dôraz na aktívnu politiku trhu práce. Podľa výberového zisťovania pracovných síl by miera nezamestnanosti v roku 2004 mala dosiahnuť v priemere 16,2%.

4.6 Hospodárenie verejného sektora

Pre rok 2004 bol v Národnej rade SR dňa 12.12. schválený štátny rozpočet s príjmami 231,9 mld. Sk, výdavkami 310,4 mld. Sk a rozpočtovým deficitom 78,5 mld. Sk. Hospodárenie ostatných zložiek verejného sektora sa predpokladá nasledovne:

mld. Sk	
obce	+0,2
VÚC	0
Sociálna poisťovňa	+3,6
zdravotné poisťovne	+0,2
štátne fondy	+2,5
Fond národného majetku	+1,4
Slovenská konsolidačná	+0,4
celkom	+8,3 mld. Sk

Deficit verejného sektora na hotovostnom princípe by teda mal v roku 2004 dosiahnuť 70,2 mld. Sk a na akruálnom princípe 50,4 mld. Sk (3,9% z HDP).

Riziká štátneho rozpočtu na rok 2004 vznikajú z kumulatívneho pôsobenia viacerých faktorov:

- daňová reforma,
- dôchodková reforma,
- vstup do EÚ,
- zavedenie systému Štátnej pokladnice.

Každý z týchto faktorov sám o sebe vyvoláva značnú mieru neistoty, ich súbežné pôsobenie však citlivosť systému výrazne zvyšuje.

Daňová reforma

Daňová reforma spočíva v zavedení rovnej dane, jednotnej DPH a v presune ťažiska z priamych na nepriame dane. Vplyv daňovej reformy na vývoj verejných financií bude pôsobiť už od roku 2004. Kým vláda očakáva z titulu daňovej reformy posilnenie daňových príjmov, tento scenár môže byť ohrozený iným než očakávaným vývojom daňovej základne.

Ťažko odhadnuteľný je aj dopad zavedenia tzv. „rovnej“ dane. Pri dani z príjmov fyzických osôb NBS nemá k dispozícii štatistické údaje o počte daňovníkov v jednotlivých daňových pásmach, čo znemožňuje realizáciu spoľahlivých kalkulácií, u dane z príjmov právnických osôb by sa pri uplatnení súčasného systému platenia preddavkov dopady prejavili až v roku 2005. Ministerstvo financií SR v návrhu zákona o dani z príjmov mení tento systém tak, že preddavky budú daňovníci platiť podľa daňovej povinnosti predchádzajúceho obdobia, ale prepočítajú sa aktuálnou daňovou sadzbou (19%). Okrem toho je daná možnosť rozložiť splátky do dlhšieho časového obdobia.

Otázka spoľahlivosti odhadu dopadov je aktuálna aj u nepriamych daní, kde rovnako nemá NBS k dispozícii údaje o podiele tovarov v základnej a v zníženej sadzbe DPH.

Dôchodková reforma

Pri kvantifikácii dopadu dôchodkovej reformy na verejné financie je rozhodujúcim faktorom počet poistencov, ktorí sa prihlásia do kapitalizačného piliera.

V prípade príliš malého počtu hrozí nefunkčnosť systému, v prípade príliš veľkého záujmu sa náklady systému výrazne zvýšia.

Svoju úlohu tu zohrá aj dôvera (resp. nedôvera) poistencov správcovským spoločnostiam, hlavne po skúsenostiach so skrachovanými nebankovými subjektmi. Otvorená je aj otázka zdrojov financovania systému.

Uzavretá nie je ani otázka posudzovania vplyvu dôchodkovej reformy na verejný rozpočet vo vzťahu k Maastrichtskému kritériu, nakoľko existuje predpoklad zvýšenia napätosti verejných financií z titulu dôchodkovej reformy.

Reforma správy verejných financií

Ťažiskovými oblasťami reformy sú:

- a) reformné opatrenia v oblasti zdravotníctva, vzdelávania a v sociálnej sfére,
- b) decentralizácia kompetencií zo štátnej správy na obce a VÚC. Financovanie bude zabezpečované účelovými dotáciami zo ŠR. Presun majetku a posilnenie príjmov a pôsobnosť samosprávy zároveň vyžaduje posilnenie systému vnútornej a vonkajšej finančnej kontroly s dôrazom na preventívne opatrenia,
- c) reforma obsluhy štátneho a verejného dlhu - predstavuje samostatné vyčlenenie verejného dlhu z verejného sektora a jeho aktívne riadenie prostredníctvom špecializovanej Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity (ARD). Dôraz aj v tejto oblasti sa kladie na strednodobé ciele,

ktorých plnenie je formou strategického materiálu každoročne vyhodnocované a predkladané vláde spolu s návrhom štátneho rozpočtu.

Systém štátnej pokladnice

Dopady na štátny rozpočet budú závisieť od kvality zavedeného systému. Pri eventúálnych komplikáciách by mohlo dôjsť k rozpadu v súčasnosti fungujúceho informačného systému a tým k poruchám vo finančnom riadení a zabezpečovaní likvidity štátu.

Z uvedených dôvodov možno očakávať odchýlky skutočného vývoja od rozpočtových zámerov. Nakoľko však Ministerstvo financií SR použilo pri odhade príjmov konzervatívny prístup, neočakávame prekročenie rozpočtového deficitu.

V ďalších rokoch očakávame postupné znižovanie fiskálneho deficitu v súlade so zámermi vlády:

mld. Sk	2004	2005	2006
štátny rozpočet	-78,5	-57,9	-57,4
verejný rozpočet (ESA 95)	-50,4	-47,4	-43,5
% z HDP	-3,9%	-3,4%	-2,9%

V uvedených údajoch nie sú zahrnuté dopady zavedenia dôchodkovej reformy. Tieto sa odhadujú na približne 1% z HDP.

Vstup do Európskej únie

V súvislosti so vstupom SR do EÚ bude potrebné opäť novelizovať zákony, upravujúce spôsob vrátenia nadmerných odpočtov DPH. Zmení sa aj spôsob výberu DPH a spotrebných daní. Dodávky tovarov a služieb z členských štátov EÚ budú považované za rovnocenné s dodávkami domácich subjektov. Tieto dane už nebudú vyberané colnicami, ale daňovými úradmi až pri podaní daňového priznania. Bude to znamenať časový posun v príjmoch z DPH a spotrebných daní do štátneho rozpočtu. MF SR odhaduje tento posun na 2 mesiace, čo by znamenalo dvojmesačný výpadok daní. V prípade dlhšieho posunu by sa tento výpadok zvýšil.

Vstup do EÚ bude mať na štátny rozpočet dvojitý vplyv. Účasť ŠR na spolufinancovaní projektov z fondov EÚ ovplyvní príjmovú aj výdavkovú stránku štátneho rozpočtu. ŠR bude mať zároveň vstupom povinnosť prispievať do spoločného rozpočtu ES. Príjmy SR z EÚ bude tvoriť dobiehajúca predvstupová pomoc (PHARE, ISPA, SAPARD – netvorí však príjmy ŠR, ale smerujú priamo ku konečnému príjemcovi) a čerpanie zdrojov zo štrukturálnych operácií, záručnej sekcie Európskeho poľnohospodárskeho usmerňovacieho a záručného fondu (EAGGF), špeciálna kompenzácia a príjmy z vnútorných politík (nie sú súčasťou príjmov ŠR). Odvody do rozpočtu ES sa prejaví znižovaním príjmov (podiel na cle) a zvyšovaním výdavkov. Predvstupová pomoc je objemovo najväčšou položkou a jej vplyv bude postupne doznievať. Nakoľko nie je súčasťou príjmov ŠR, vzniká rozdiel medzi celkovou bilanciou dopadov vstupu do EÚ na SR a na ŠR, resp. bilancia vstupu do EÚ pre Slovenskú republiku ako celok je pozitívna, kým na štátny rozpočet má dočasne záporný vplyv.

Štrukturálne operácie rovnakou mierou ovplyvňujú príjmovú aj výdavkovú stránku štátneho rozpočtu, na konečnú bilanciu majú neutrálny vplyv. Príjmy zo záručnej sekcie EAGGF môžu substituovať výdavky ŠR na poľnohospodárstvo. Špeciálna kompenzačná platba môže nahradiť akékoľvek výdavky ŠR.

Otázna je výška prostriedkov, ktoré budú čerpané z fondov EÚ. Podľa doterajších skúseností možno predpokladať podstatne nižšiu úroveň ich čerpania oproti rozpočtovanej čiastke. Nakoľko však sú rozpočtované v príjmoch i výdavkoch SR a majú neutrálny vplyv na rozpočet, nezvýši sa tým jeho deficit. Naopak, v dôsledku nižšej potreby prostriedkov na kofinancovanie to môže znamenať úsporu vo výdavkovej časti. Na druhej strane môže vzniknúť tlak na realizáciu časti výdavkov, ktoré sa nepodarí financovať z prostriedkov EÚ.

Pozícia SR voči EÚ

Podľa Strednodobého finančného výhľadu sa v r. 2004 – 2006 predpokladá nasledovná pozícia SR:

mld. Sk	2004	2005	2006	spolu
celkové príjmy z ES	27,5	33,0	35,6	96,1
príspevky do rozpočtu ES	10,2	15,5	16,0	41,7
čistá pozícia SR	+17,3	+17,5	+19,6	+54,4

Hoci sa predpokladá, že čistá pozícia SR po vstupe do EÚ bude prebytková, z užšieho pohľadu však bude mať tok finančných prostriedkov EÚ vplyv na deficit verejných financií. Je to spôsobené najmä rôznym charakterom príjmov plynúcich do ES a rozdielnym spôsobom ich vyplácania konečným prijímateľom. Kým niektoré z finančných tokov medzi SR a ES sú zahrnuté do štátneho rozpočtu, iné sa nestávajú jeho súčasťou.

Rozpočtové dopady vstupu do EÚ

mld. Sk	2004	2005	2006	spolu
príjmy spojené so vstupom	17,6	24,3	28,1	70,0
výdavky spojené so vstupom	19,3	33,6	37,9	90,8
čistá rozpočtová pozícia	-1,7	-9,3	-9,8	-20,8

4.7 Menová politika

4.7.1 Menové agregáty

Peňažná zásoba v roku 2004 by mala opäť rásť miernejším tempom ako nominálny HDP, nakoľko očakávame pretrvávanie vplyvov pôsobiacich v roku 2003, aj keď v menšej miere. Základná predikcia vychádza z predpokladu pretrvávania pozitívneho vývoja zahraničného obchodu, dodržiavania cieľov vlády v oblasti fiskálnej politiky a doznievania stimulujúcich efektov na rast domácich úverov.

Na základe uvedených predpokladov očakávame rast peňažnej zásoby, meranej agregátom M2 v roku 2004 na úrovni 8%. V rámci zahraničných zdrojov sa na raste M2 bude podieľať priaznivý vývoj platobnej bilancie, ktorý sa prejaví nárastom čistých zahraničných aktív zhruba na úrovni dynamiky celkovej peňažnej zásoby. Na raste zahraničných aktív sa bude podieľať okrem priaznivého vývoja obchodnej bilancie aj kapitálový účet platobnej bilancie, kde popri priamych zahraničných investíciách budú prorastovo pôsobiť privatizačné aktivity vlády.

V rámci čistých domácich aktív vychádzame z predpokladu naplňovania záväzkov vlády. Fiskálny deficit vlády by nemal v roku 2004 prekročiť 3,9% HDP. Zadlženosť vlády by sa aj v roku 2004 mala zvyšovať v oblasti centrálnej vlády, kým hospodárenie ostatného verejného sektora by malo byť prebytkové. Predpokladané zvýšenie zahraničnej zadlženosti o 1 mld. EUR, spolu so strategickými zámermi ARD indikuje, že nárast zadlženosti verejného okruhu

sa bude realizovať predovšetkým v zahraničnej oblasti. Tento vývoj by v strednodobom horizonte mohol za predpokladu stabilného vývoja výmenného kurzu slovenskej koruny prispieť k zníženiu úrokových nákladov na obsluhu verejného dlhu a zmierneniu tlakov na výdavkovú stránku štátneho rozpočtu.

V oblasti domácich úverov očakávame pokračovanie rastových tendencií, avšak pri dosahovaní nižších temp rastu ako v roku 2003. Predpokladáme, že odložený dopyt po investičných výdavkoch obyvateľstva bol v roku 2003 prostredníctvom úverov vo väčšej miere saturovaný a v ďalšom období sa na ich pomalšom raste (8%) prejaví aj dopad znášania úrokových nákladov.

4.7.2 Realizácia menovej politiky

Výkon menovej politiky sa bude v roku 2004 realizovať v prostredí vyššej miery inflácie, naďalej ovplyvňovanej úpravami regulovaných cien a nepriamych daní, dynamického hospodárskeho rastu, zlepšujúcej sa zahraničnoobchodnej bilancie a reformy verejnej správy. Úroková politika NBS bude podmienená cieľom NBS – cenovej stability, v dôsledku čoho bude NBS naďalej monitorovať existenciu možných dopytových tlakov. V oblasti kurzovej politiky bude NBS aj naďalej brániť nadmerným, neopodstatneným zmenám výmenného kurzu slovenskej koruny, ktoré by prispievali k vytváraniu makroekonomickej nerovnováhy.

Faktory podmieňujúce sterilizačný charakter menovej politiky budú pôsobiť aj v nasledujúcom roku. Miera angažovanosti NBS voči bankovému sektoru bude závisieť od realizácie zámerov vlády v oblasti reformy riadenia štátnej správy, najmä činnosti Štátnej pokladnice (ŠP) a Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity. Ďalším faktorom je časový harmonogram použitia účelových zdrojov na dôchodkovú reformu. V predikciách vývoja likvidity sú zohľadnené nasledujúce predpoklady:

- predpokladáme, že aj po zahájení činnosti ŠP, budú účty štátu naďalej vedené v NBS. Forma vedenia týchto účtov je v súčasnosti predmetom rokovaní medzi NBS a ŠP.
- účelové prostriedky na dôchodkovú reformu sa začnú v roku 2004 podľa zámerov vlády rozpúšťať, avšak v konečnom dôsledku neovplyvnia likviditu obchodných bánk a ani sterilizačnú pozíciu NBS. Tieto prostriedky by mali byť prevedené zo špecializovaného účtu MF SR na účet Sociálnej poisťovne v NBS.
- v roku 2004 vláda použije zdroje zo zahraničného úveru v objeme 260 mil. EUR, čerpaného v roku 2003, na splátku domácej dlhovej služby. Rovnako z plánovaného čerpania zahraničného úveru v objeme 1 mld. EUR v roku 2004 by časť zdrojov, po úhrade zahraničných splátok, bola použitá na úhradu domáceho dlhu. Tak na jednej strane bude dochádzať k realizácii zámerov ARD v oblasti menovej reštrukturalizácie štátneho dlhu, a na druhej strane sa budú zvyšovať nároky na sterilizáciu takto uvoľnenej likvidity.
- v roku 2004 sa uskutoční posledné zníženie sadzby PMR, súvisiace s harmonizáciou inštrumentária s ECB. Analogicky k situácii z predchádzajúcich rokov bude mať táto úprava jednorazový dopad na zvýšenie sterilizácie NBS o cca 7 mld. Sk.
- vláda v roku 2004 plánuje použiť príjmy z privatizácie na posilnenie štátnych finančných aktív, kde by mali tvoriť finančnú rezervu v prípade nepriaznivého vývoja deficitu štátneho rozpočtu, resp. pri realizácii rizík vyplývajúcich z prevzatia štátnych záruk.

Tieto faktory by mali pôsobiť na prehĺbenie sterilizačnej pozície NBS v roku 2004. Vysoká miera neistoty v oblasti reformy štátnej správy (presun účtov štátu do bankového sektora) a v oblasti rozpúšťania prostriedkov dôchodkovej reformy (použitie ovplyvňujúce likviditu) by sa mohla prejavíť v plnom rozsahu na zvýšenej potrebe sterilizácie.

Nástroje menovej politiky

V roku 2003 bola v rámci procesu harmonizácie nástrojov NBS znížená sadzba tvorby povinných minimálnych rezerv (PMR) o 1 percentuálny bod na 3%, čím bola zároveň dosiahnutá jednotná úroveň tvorby rezerv pre obchodné banky aj stavebné sporiteľne.

V roku 2004 bude sadzba PMR opätovne znížená o 1 percentuálny bod na 2%, čím bude dosiahnutá úroveň tvorby rezerv v eurozóne a zvýši sa výška sterilizačnej pozície o zhruba 7 mld. Sk (s dopadom na náklady NBS pri nezmenenom úročení 0,4 mld. Sk). Súčasne dochádza k zjednoteniu podmienok pre banky a pre pobočky zahraničných bánk. Úroveň 2% je považovaná za cieľovú a v strednodobom horizonte sa, pri predpoklade stabilného vývoja, nebude meniť. V roku 2004 budú aj naďalej tvoriť bázu pre výpočet PMR všetky depozitá, bez rozdielu splatnosti. Úročenie PMR bude v roku 2004 na nezmenenej platforme. Zrušením Dekádneho prehľadu o aktívach a pasívach V (NBS) 6-36 dochádza v roku 2004 k technickej zmene získavania základne pre výpočet PMR, ktorou bude Mesačná bilancia o aktívach a pasívach. Na úroveň bázy to však bude mať viac-menej neutrálny vplyv. S prechodom na mesačné výkazy bude, vzhľadom na ich dostupnosť až v druhej polovici nasledujúceho mesiaca, väčší časový posun medzi základňou a z nej stanovenou výškou PMR. Vzhľadom na pasívnu úlohu PMR v inštrumentáriu NBS, ako aj vzhľadom na zanedbateľný vplyv tohto časového posunu na veľkosť PMR, sa nebude meniť perióda vyhodnocovania PMR.

Pred vstupom SR do eurozóny by mali byť nástroje NBS úplne harmonizované s inštrumentáriom ECB. Vo vzťahu k PMR to predstavuje zmenu základne a to zahrnutím iba tých pasívnych položiek, ktoré sú splatné do 2 rokov.

4.7.3 Záver 2004 - zhrnutie Menového programu NBS na rok 2004

Cieľ menového programu

Menový program NBS na rok 2004 predpokladá dosiahnutie celkovej koncoročnej miery inflácie v intervale 5,5-7,3%, čomu zodpovedá priemerná ročná inflácia 7,2-8,2%. Jadrová inflácia by sa mala pohybovať v pásme 1,2 - 3,5%.

Predpoklady menového programu

- relatívne stabilný vývoj výmenného kurzu slovenskej koruny voči EUR, zodpovedajúci výkonnosti ekonomiky
- rast HDP v stálych cenách 3,7% - 4,3%
- podiel deficitu bežného účtu platobnej bilancie na HDP by mal dosiahnuť 2,3%
- fiskálny deficit by mal dosiahnuť 50,3 mld. Sk, t.j. 3,9% z HDP

Na základe uvedeného vývoja by:

- rast peňažnej zásoby mal dosiahnuť 8%
- mal byť vytvorený priestor pre rast úverov podnikom a obyvateľstvu o 8,0%

Riziká:

- výrazný pohyb výmenného kurzu, ktorý nesúvisí s opatreniami menovej politiky a vývojom ekonomických fundamentov
- pomalší hospodársky rast našich obchodných partnerov
- zmena rozsahu úprav regulovaných cien a nepriamych daní
- volatilný vývoj cien ropy (očakávaná cena ropy v roku 2004 vychádza z predikcie Európskej komisie – jeseň 2003 a jej priemerná hodnota predstavuje 26 USD/b.)
- ceny potravín (neistota dopadu prijatia Spoločnej poľnohospodárskej politiky po vstupe do EÚ a nižšia úroda v roku 2003)
- neistota vyplývajúca z kumulácie vplyvu jednotlivých reforiem (daňová reforma, reforma dôchodkového zabezpečenia, reforma zdravotníctva, reforma správy verejných financií).

5. Výhľad menového a makroekonomického vývoja do roku 2007

5.1 Inflácia

Predikcia vývoja spotrebiteľských cien v roku 2005 až 2007

Očakávaná vývoja spotrebiteľských v rokoch 2005 až 2007 sú podobne ako pre rok 2004, založené na fixnom výmennom kurze voči euru na úrovni 41,5 SKK/EUR a fixnom výmennom kurze amerického dolára voči euru na úrovni 1,13 USD/EUR.

Očakávaná cena ropy v období 2005-2007 vychádza z predikcie Európskej komisie (Economic Forecasts, Autumn 2003). Táto predikcia je založená na cenách kontraktov Futures s ropou typu Brent. Predpokladá sa, že cena ropy v rokoch 2005 až 2007 dosiahne priemernú hodnotu 24 USD/b. Táto cena by mala odzrkadľovať postupné vyrovnávanie vyššej ponuky (v dôsledku nedodržovania kvót a obmedzení členských krajín OPEC a výrazného rastu produkcie v nečlenských štátoch) a dopytu (očakávaný rast z dôvodu oživenia svetovej ekonomiky).

Výhľad vývoja spotrebiteľských cien v rokoch 2005 až 2007 predpokladá, že regulácia cien sieťových odvetví bude prebiehať podľa súčasných pravidiel, t. j., že ceny pre domácnosti (elektrická energia, zemný plyn, teplo, vodné a stočné) bude určovať nezávislý Úrad pre reguláciu sieťových odvetví (ÚRSO) a vychádza zo zverejnených informácií ÚRSO o predpokladoch zvyšovania regulovaných cien v rokoch 2005 a 2006. Odhad zvyšovania regulovaných cien je tiež založený na predpokladoch ostatných verejných inštitúcií a predpokladoch požadovaného zvýšenia cestovného zo strany dopravných spoločností.

Názov reprezentanta	2005		2006	
	očakávaný rast	Príspevok	Očakávaný rast	Príspevok
Elektrická energia	2,2	0,1	1,6	0,1
Tepelná energia	4,0	0,2	2,2	0,1
Zemný plyn	2,2	0,1	1,3	0,0
Železničná dopr.	7,6	0,0	3,0	0,0
Autobusová dopr.	7,6	0,2	3,0	0,1
Vodné	20	0,1	3,9	0,0
Stočné	20	0,1	3,9	0,0
Poštovné	7,6	0,0	3,0	0,0
Nájomné	7,6	0,1	3,0	0,0
SPOLU		0,8		0,4

Zvýšenie ďalších regulovaných cien (ako je napr. ubytovanie na vysokoškolských internátoch, školské stravovanie, ceny v zdravotníctve) by malo predstavovať v roku 2005 asi 0,2 a v ďalšom roku 0,1 percentuálneho bodu (odhad je založený na podobnom vývoji v minulých rokoch). V roku 2007 by v súlade so smernicami EÚ malo dôjsť k plnej liberalizácii trhu s energiami aj v prípade domácností, keď každá domácnosť bude mať právo vybrať si dodávateľa.

V rokoch 2005 a 2006 sa predpokladá pokračovanie prispôsobovania daní so štandardmi EÚ (každoročné zvyšovanie dane z tabaku a tabakových výrobkov s pravdepodobným dopadom na celkovú infláciu 0,4 percentuálneho bodu)³.

³ Harmonogram zvyšovania spotrebnej dane z tabaku a tabakových výrobkov podľa dohody medzi vládou SR a EK z roku 2000 o prechodnom období pre túto daň do roku 2008 už v súčasnosti neplatí, pretože v roku 2003

V období rokov 2005 až 2007 by sa mal vplyv **administratívnych opatrení** na vývoj spotrebiteľských cien znižovať a dynamika rastu nepriamych daní a regulovaných cien by mala byť nízka. V dôsledku tohto vývoja by mohol byť vplyv administratívnych opatrení na infláciu v roku 2005 1,5, v roku 2006 0,9 percentuálneho bodu a 0,7 percentuálneho bodu v roku 2007.

Dynamika spotrebiteľských cien v rokoch 2005-2007 už bude ovplyvnená hlavne vývojom v obchodovateľnom a neobchodovateľnom sektore, keď s pokračujúcim poklesom miery deregulácií a pokračujúcou liberalizáciou bude význam týchto sektorov narastať.

Medziročná dynamika **cien potravín** by mala pokračovať v rastúcom trende zaznamenanom v júni 2003 až do prvej polovice roku 2005, keď by väčšina prorastových efektov z roku 2004, v dôsledku uplatňovania spoločnej poľnohospodárskej politiky, mala zaniknúť. V ďalšom období by sa rast cien potravín mal pohybovať na porovnateľnej úrovni s ostatnými členskými štátmi EÚ, keď by tlmiačo na ich ceny mala vplývať pokračujúca reforma spoločnej poľnohospodárskej politiky, ktorá je spojená s postupným každoročným poklesom intervenčných cien na komodity až do roku 2007.

V cenách **obchodovateľných tovarov** by aj v rokoch 2005 až 2007 mala pôsobiť predovšetkým nízka dovezená inflácia a rozvinuté konkurenčné prostredie, ktoré bude podporené vstupom do EÚ. Počas celého obdobia v rokoch 2005-2007 by mali byť ceny obchodovateľných tovarov pravdepodobne najstabilnejšou zložkou spotrebného koša. Ich dynamika by v podstate mala kopírovať vývoj v celej Európe. Ceny pohonných hmôt, ktoré sú zahrnuté v rámci obchodovateľných tovarov, sa budú vyvíjať v závislosti od predpokladaného vývoja cien ropy na svetových trhoch a výmenného kurzu.

Od roku 2005 by sa v cenách trhových služieb už mohli skôr prejavovať dopytové ako nákladové faktory a tempo rastu cien trhových služieb, ako aj ich príspevok k celkovej inflácii by mal byť v porovnaní s obchodovateľnými tovarmi vyšší približne do 1,5 percentuálneho bodu, ako dôsledok tzv. Balassa-Samuelsonovho efektu. V rokoch 2005 až 2007 sa predpokladá obnovenie rastu reálnych miezd. Rovnako by mal pokračovať rast zamestnanosti a mal by pokračovať rozvoj splátkového predaja a spotrebného úverovania. Všetky tieto faktory by mali prispieť k zvýšenej spotrebe a možnému vzniku dopytových tlakov. Rast dopytu by sa však nemal prejaviť v cenách obchodovateľných tovarov alebo v cenách potravín, kde je predpoklad, že zvýšený dopyt bude uspokojovaný rastom dovozu. Možno však očakávať, že dopytové tlaky sa prejavia v týchto rokoch najviac v cenách trhových služieb, ktoré nemožno substituovať dovozmi. Treba však zdôrazniť, že vyšší rast cien trhových služieb pred cenami obchodovateľných tovarov nebude znamenať a predstavovať hrozbu pre infláciu, ale bude to skôr dôsledok reálnej konvergencie.

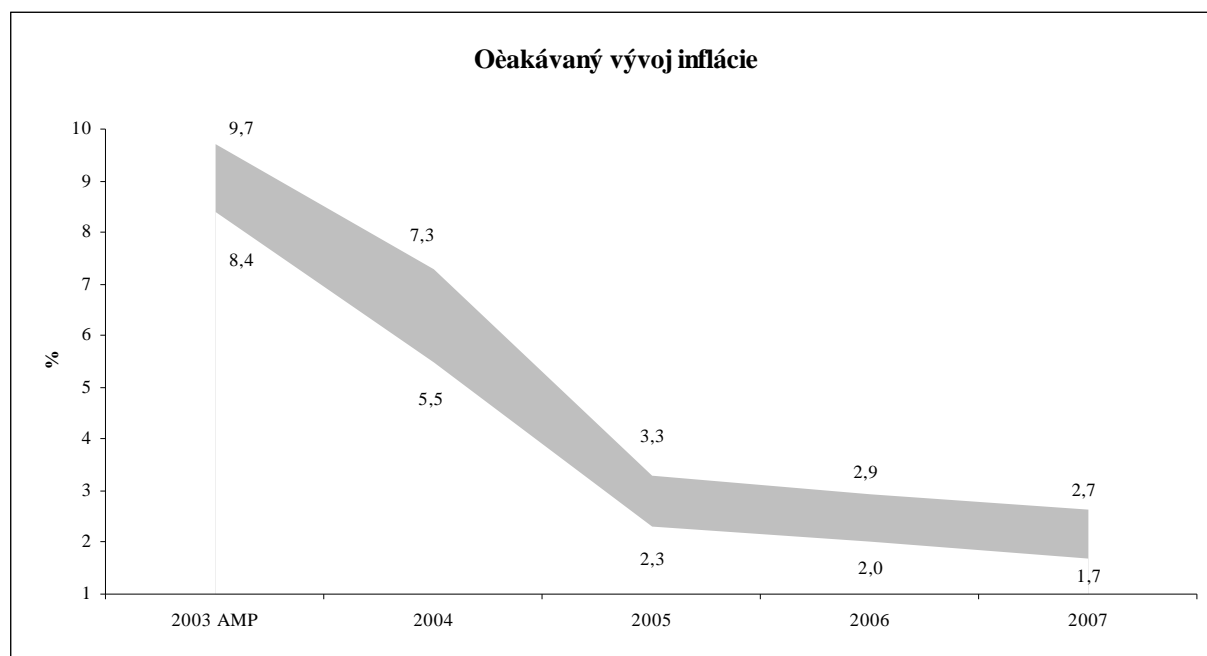
Na základe uvedených predpokladov je možné očakávať, že celková inflácia by tak mala byť ku koncu roka 2005 v intervale 2,3-3,3%, v roku 2006 v intervale 2,0-2,9% a v roku 2007 v intervale 1,7-2,7%. Týmto koncoročným hodnotám zodpovedá priemerná inflácia v pásme 2,8-3,3% v roku 2005, 2,0-2,5% v roku 2006 a 1,7-2,2% v roku 2007. Jadrová

došlo k dvojnásobnému výraznému zvýšeniu tejto dane. Zvýšenie dane z tabaku a tabakových výrobkov v máji 2004 o 1 Sk na krabičku, je spôsobené rozpočtovými potrebami (dofinancovanie regionálneho školstva). Vzhľadom k týmto faktom NBS očakáva, že potrebná minimálna úroveň výšky sadzby spotrebnej dane z tabaku a tabakových výrobkov sa dosiahne už v roku 2006.

inflácia by mohla dosiahnuť v decembri 2005 hodnotu v pásme 1,4-2,5%, na konci roku 2006 hodnotu v pásme 1,7-2,8% a ku koncu roku 2007 hodnotu v pásme 1,6-2,7%.

Odhad vývoja inflácie v rokoch 2004-2007 (k decembru príslušného roka)

		2004	2005	2006	2007
Inflácia (%)	medziročná miera	5,5-7,3	2,3-3,3	2,0-2,9	1,7-2,7
	priem. medzir. miera	7,2-8,2	2,8-3,3	2,0-2,5	1,7-2,2
Jadrová inflácia (%)	medziročná miera	1,2-3,5	1,4-2,5	1,7-2,8	1,6-2,7
	priem. medzir. miera	1,8-3,0	2,0-2,6	1,7-2,3	1,7-2,2
Čistá inflácia bez pohonných hmôt	medziročná miera	1,7-2,8	1,9-2,5	1,9-2,5	2,0-2,6
	priem. medzir. miera	2,1-2,8	2,0-2,3	2,0-2,3	2,0-2,3



Riziká spojené s výhľadom inflácie na roky 2005-2007

Rovnako ako pre rok 2004 aj pre výhľad inflácie v rokoch 2005-2007 budú rizikovými faktormi, ktoré môžu pôsobiť prorastovo, ale aj tlmiačo, predovšetkým vývoj cien ropy na svetových trhoch a vývoj výmenného kurzu (či už výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru alebo kurzu eura voči americkému doláru).

Keďže inflačný výhľad je založený na fixnom kurze počas celého obdobia, mohlo by sa jeho **výraznejšie oslabenie** v dlhšom časovom období preniesť do cien v obchodovateľnom sektore cez vyššie ceny dovozov. Zároveň oslabenie konkurenčného cenového tlaku na domácich producentov by mohlo pre nich vytvoriť priestor pre zvyšovanie cien. Oslabenie výmenného kurzu by mohlo znamenať aj vyššie ceny energií a následne aj sekundárne efekty ich zmien v cenách trhových služieb.

Naopak, **výraznejšie posilnenie** výmenného kurzu môže spôsobiť zvýšený konkurenčný tlak na domácich producentov. Zhoršenie ich ziskovosti môže viesť k spomaleniu dynamiky rastu miezd (nominálnych aj reálnych) a podporiť tak nízko inflačné prostredie. Následne by nízko inflačné prostredie pomohlo zmierniť inflačné očakávania. Súčasne by posilnenie výmenného kurzu mohlo znamenať nižšie ceny energií a samozrejme nižšie náklady pre producentov a poskytovateľov služieb.

Podobne ako v roku 2004 aj v rokoch 2005-2007 by k inému ako očakávanému vývoju ceny ropy mohlo dôjsť v prípade vyhrotenia konfliktu na Blízkom a Strednom východe, politickej neistoty v producentných krajinách (Rusko, Venezuela, Nigéria), ako aj schopnosti organizácie OPEC ovplyvňovať trh. Zvýšenie podielu na trhu s ropou v prospech nečlenských krajín môže taktiež viesť k výraznejšiemu zvyšovaniu ponuky a tým k poklesu cien. Na druhej strane oživenie svetovej ekonomiky nemusí byť výrazné a dopyt po rope nebude dosť vysoký, aby pokryl zvýšenú produkciu, čo sa následne môže prejaviť v prepade jej ceny.

Určitá miera rizika pri cenách potravín je spojená s ďalšou možnou reformou jednotnej poľnohospodárskej politiky pod tlakom dohôd WTO o liberalizácii obchodu, čo by mohlo znamenať zníženie ochrany pre európskych producentov pred dovozmi a následne aj pokles cien potravinárskych komodít. Takýto vývoj by mohol znamenať stagnáciu, alebo pokles cien potravín.

Vychýlenie z programových pásiem by mohol spôsobiť aj väčší, ako očakávaný rozsah administratívnych úprav.

5.2 Ceny výrobcov

Ceny v priemysle by v priebehu ďalších rokov mali podliehať menej výraznému vplyvu nákladových faktorov ako v doterajšom období. Z pohľadu domácich determinantov sa na jednej strane budú ceny producentov energií zvyšovať miernejším tempom reflektujúcim vývoj cien energií na svetových trhoch a úroveň domácej inflácie, na strane druhej bude rýchlejšia dynamika cien potravinárskych výrobkov ako dôsledok prijatia SPP trvať pravdepodobne do konca prvej polovice roku 2005. Pozitívny vplyv na vývoj cien v priemysle v roku 2005 z pohľadu vonkajších nákladových faktorov by mal mať očakávaný pokles ceny ropy na svetových trhoch, v ďalších rokoch by sa cena uvedenej komodity mala stabilizovať.

Okrem uvedených vplyvov bude mať na ceny v priemysle vplyv aj postupne sa meniaci charakter podnikateľského prostredia. Napríklad možno predpokladať, že súčasné zvyšovanie cien energií sa vo vývoji cien priemyselných výrobcov prejaví iným spôsobom ako to bolo v roku 2001, kedy sa rast energetických nákladov prejavil výraznejšie v cenách priemyselných výrobcov. V období posledných rokov väčšina podnikov investovala zdroje (či už domáce, alebo zo zahraničia) do modernizácie výroby, nových technológií, alebo do rozvoja vzdelania zamestnancov, čo v konečnom dôsledku prispieva k zvyšovaniu ich produktivity, ktorej rast vo väčšine odvetví v súčasnosti prevyšuje rast reálnych miezd. Okrem toho dochádza aj k postupnému poklesu nezamestnanosti a taktiež aj k rastu zamestnanosti. Ak vezmeme do úvahy aj nárast konkurencie pre domácich výrobcov po vstupe do EÚ a s tým súvisiace väčšie úsilie podnikov udržať si svoje postavenie na trhu, môžeme sa domnievať, že v období rokov 2005-2007 sa ceny priemyselných výrobcov budú zvyšovať tempom porovnateľným s krajinami EÚ.

Predikcia cien priemyselných výrobcov do roku 2007

ROMR=100

	2003	2004	2005	2006	2007
Priemerný ročný index	108,0	102,4	102,2	101,2	101,2
z toho:					
produkty priemyselnej výroby	102,5	101,4	102,1	101,0	101,0

5.3 Zahraničná oblasť

5.3.1 Platobná bilancia

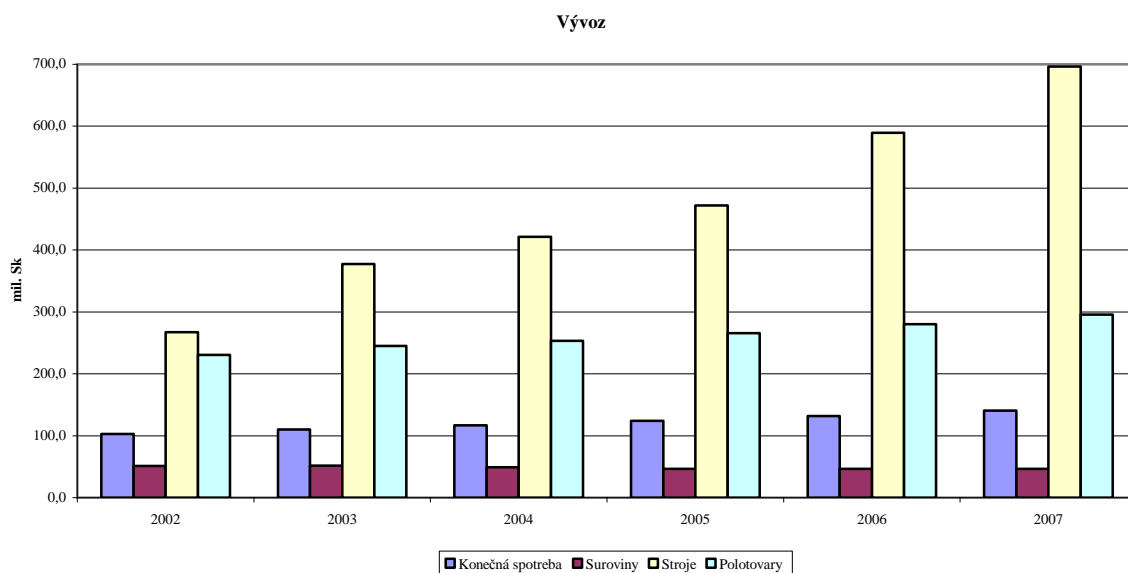
Príchod zahraničného investora v oblasti automobilového priemyslu je hlavným predpokladom vývoja obchodnej bilancie a následne aj bežného účtu v rokoch 2005 – 2007.

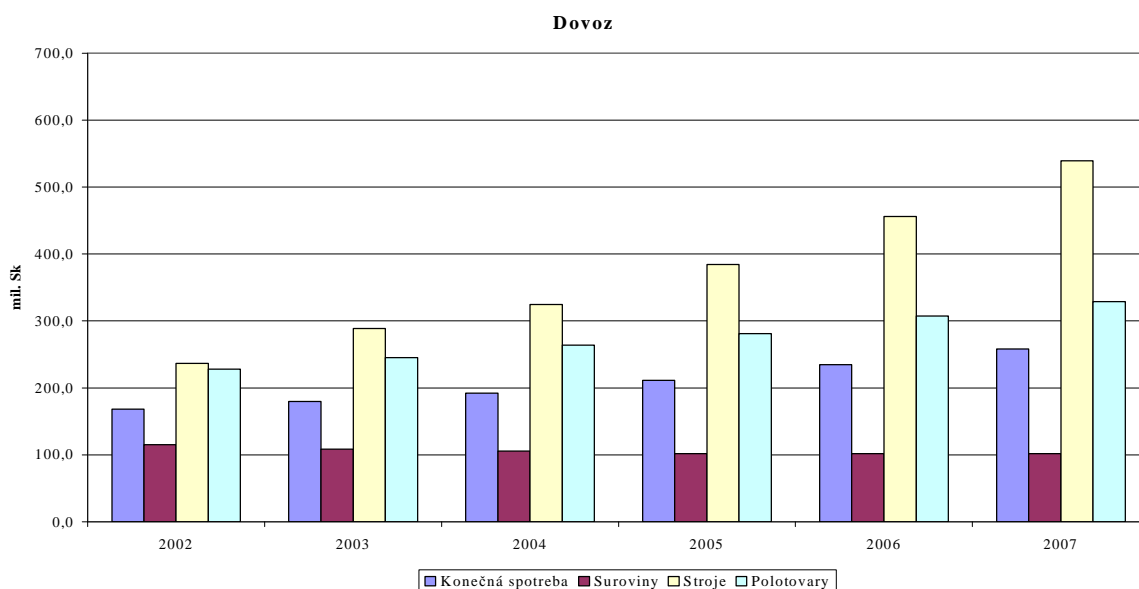
Položky bežného účtu v mld. Sk	2005	2006	2007
Obchodná bilancia	-70,4	-51,7	-48,9
Vývoz	908,8	1 048,3	1 179,7
Dovoz	979,2	1 100,0	1 228,6
Bilancia služieb	15,3	17,4	19,6
Bilancia výnosov	-4,1	-4,4	-6,8
z toho: bilancia výnosov z investícií	-17,1	-17,9	-16,0
Bežné transfery	6,0	6,0	6,0
Bežný účet	-53,2	-32,7	-30,1
Podiel BÚ na HDP v %	-3,8	-2,2	-1,9

V uvedenom období by malo s veľkou pravdepodobnosťou dôjsť k zvýšeniu tempa rastu dovozu (10,5%,12,3% a 11,7%), ktoré bude v roku 2005 ovplyvnené dovozom investičných celkov a v rokoch 2006 a 2007 dovozom komponentov pre výrobu nových automobilov. Vývoz prvých automobilov sa bude realizovať od roku 2006 (tempo rastu vývozu by sa malo zvýšiť z 8,2% v roku 2005, na 15,4% v roku 2006 a 12,5% v roku 2007).

V ostatných skupinách vývozu sa predpokladá stabilný vývoj s relatívne nízkymi tempami rastu, ktoré sa budú zhruba pohybovať na úrovni roku 2004.

V dovoze okrem výraznejšieho rastu komponentov pre výrobu automobilov, ktorý sa premietne v dovoze dopravných prostriedkov a čiastočne aj strojov, by mohlo od roku 2005 dôjsť aj miernemu zvyšovaniu dovozov pre konečnú spotrebu v súvislosti s rastom reálnych miezd a rastom súkromnej spotreby.





V rámci bilancie služieb nepredpokladáme väčšie výkyvy v oboch smeroch. Zvyšovanie prebytku bilancie služieb by malo byť zabezpečené postupným nárastom čistých príjmov zo zahraničného cestovného ruchu.

Bilancia výnosov investícií sa bude pohybovať zhruba na úrovni okolo 16,0 mld. Sk, pričom stabilný vývoj bude vykazovať, ako príjmová časť (determinovaná stabilným vývojom devízových rezerv bankového sektora), tak aj výdavková časť (determinovaná stabilným vývojom zadlženosti).

Položky KFÚ mld. Sk	2005	2006	2007
Kapitálové transfery	15,0	17,0	16,0
Priame investície	56,8	35,0	27,1
v SR	58,2	36,3	28,5
z toho: PZI – oficiálny sektor	10,2	8,1	2,1
Portfóliové investície	-3,5	-3,8	-3,4
Ostatný dlhodobý finančný účet	-27,8	-13,4	-8,4
<i>Aktíva</i>	0,0	0,0	0,0
<i>Pasíva</i>	-27,8	-13,4	-8,4
<i>Vláda + NBS</i>	-24,0	-7,9	-3,4
<i>Komerčné banky</i>	1,0	1,0	1,0
<i>Podniky</i>	-4,8	-6,5	-6,0
Krátkodobý finančný účet	-3,6	-3,8	-4,8
Kapitálový a finančný účet	36,9	31,0	26,5

Vyfinancovanie záporného salda bežného účtu by malo byť zabezpečované rovnako ako v roku 2004 zdrojmi z kapitálových transferov (čistá rozpočtová pozícia SR) a priamych investícií. V rokoch 2004 až 2006 sa predpokladajú čisté príjmy (rozdiel príspevkov z rozpočtu a fondov EÚ a do rozpočtu EÚ) z Európskych spoločenstiev (ES) zhruba vo výške 43,0 mld. Sk. Príjmy vo výške 88,0 mld. Sk nemusia však byť realizované v plnej výške, pretože viac ako 75% príjmov z ES bude projektovo orientovaných a nárok na ich čerpanie vzniká až po predložení vyhovujúcich návrhov projektov, v dôsledku čoho môže byť reálne čerpanie podstatne nižšie.

Rozhodujúcu úlohu pri príleve PZI v roku 2005 bude zohrávať výstavba automobilky na území SR, ktorá pravdepodobne pritiahne aj ďalších investorov zo zahraničia. V uvedenom období bude dôležitá zmena štruktúry, keď prílev priamych zahraničných investícií bude smerovať najmä do priemyslu, pričom sa už nepočíta s výstavbou obchodných centier v takom rozsahu ako v minulých rokoch.

Ďalšie privatizačné aktivity budú závisieť od stratégie vlády v oblasti privatizácie Slovenských elektrární a ďalších podnikov, ktoré sú vo vlastníctve štátu, ako aj doprivatizácia zvyšných akcií v podnikoch privatizovaných v predchádzajúcich rokoch. Predikcia NBS počíta s prílevom privatizačných zdrojov vo výške 20,4 mld. Sk (príjmy z dopredaja SLSP, predaja paraplýnového cyklu, teplární, a prípadnej doprivatizácie rozvodových sietí) za celé predikované obdobie, pričom polovica z uvedených zdrojov by mala byť realizovaná v roku 2005 (príjmy z predaja 49% akcií Slovenských elektrární)

Deficit ostatných dlhodobých investícií bude postupne klesať v závislosti od poklesu splátok úverov vlády a podnikového sektora. Z hľadiska čerpania nových pôžičiek je možné očakávať, že podniková sféra bude využívať zahraničné zdroje v menšej miere ako v predchádzajúcich rokoch. Výška úverov, však rovnako ako v roku 2004, bude závisieť od schopnosti čerpať zdroje z predvstupových fondov, ktoré budú rovnako ako finančné úvery smerovať do podnikovej sféry a mali by priniesť zvýšenie konkurencieschopnosti ekonomiky na domácom aj zahraničnom trhu.

V predikcii sa nepredpokladá, že krátkodobý kapitál bude zohrávať významnú úlohu pri financovaní potrieb ekonomiky. V jeho štruktúre sa najaktívnejšie prejaví podniková sféra so svojimi exportnými pohľadávkami, resp. dovoznými záväzkami.

Sektory v mld. Sk	2005	2006	2007
Podnikový (vrátane zdrojov z EÚ)	50,5	30,6	26,8
Bankový	-1,8	-1,8	-1,0
Sektor vlády a NBS	-11,8	2,2	0,7
Spolu	36,9	31,0	26,5

Zo sektorového hľadiska aj naďalej bude rozhodujúcu úlohu pri príleve kapitálu zohrávať podnikový sektor.

Prevýšenie splácania starých úverov nad čerpaním nových a relatívne nízke predikované privatizačné príjmy budú znamenať pokles devízových rezerv v celom období. Ich stav poklesne v roku 2005 na 11,6 mld. USD, v roku 2006 na 11,5 mld. USD a v roku 2007 na 11,4 mld. USD. V dôsledku tohto vývoja ako aj vývoja dovozu tovarov a služieb sa priemerné krytie dovozov tovarov a služieb poklesne zo 4,6 mesiaca v roku 2005 na 4,1 mesiaca v roku 2006 a 3,7 v roku 2007.

Upravená platobná bilancia v mld. Sk	2005	2006	2007
Bežný účet (BÚ)	-53,8	-33,8	-30,9
Kapitálový a finančný účet (K a FÚ)	55,6	35,6	31,9
Priame zahraničné investície (PZI)	48,0	28,2	26,5
Intervencie NBS	0,0	0,0	0,0
Zmena ČZA (- nárast)	-1,8	-1,8	-1,0
Krytie BÚ K a FÚ v %	103,3	105,3	103,2
Krytie BÚ PZI v %	89,2	83,4	85,8

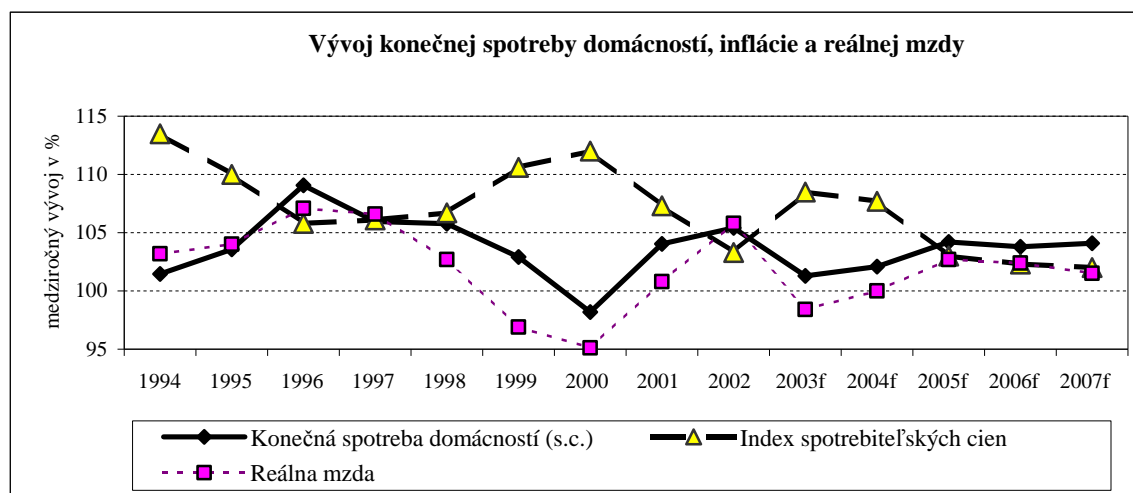
Upravená platobná bilancia očistená o vplyvy aktivít vlády SR a NBS, ktoré nemajú vplyv na pozíciu obchodných bánk voči nerezidentom a nepredstavujú reálne financovanie bežného účtu by mala byť v rokoch 2005 až 2007 prebytková, t.j. prílev zdrojov do podnikového sektora bude prevyšovať deficit bežného účtu a čisté zahraničné aktíva komerčných bánk budú zaznamenávať nárast. Pri príleve zdrojov do podnikového sektora budú významnú úlohu zohrávať priame zahraničné investície, ktoré budú pokrývať deficit bežného účtu nad 80%.

5.3.2 Zahraničná zadlženosť

Zahraničná zadlženosť by mala poklesnúť v roku 2005 na 15,3 mld. USD a na tejto úrovni zostane aj v ďalších rokoch. Čistý zahraničný dlh by sa mal v celom období nachádzať vo veriteľskej pozícii (3,4 mld. USD v roku 2005, 3,9 mld. USD v roku 2006 a 4,3 mld. USD v roku 2007).

5.4 Hrubý domáci produkt

Vo výhľade do roku 2007 očakávame postupné zvyšovanie výkonnosti hospodárstva, rast jeho konkurencieschopnosti, ako aj zlepšovanie situácie na trhu práce, ktoré by spolu s ďalšími faktormi napomohli rýchlejšiemu rastu ekonomiky v strednodobom horizonte. Reálna konvergencia slovenskej ekonomiky by mala zabezpečiť zvyšovanie životnej úrovne SR a jej približovanie sa životnej úrovni Európskej únie.



V nasledujúcich rokoch sa predpokladá vyššie tempo rastu i príspevok konečnej spotreby, lebo sú očakávané len mierne úpravy regulovaných cien a spotrebných daní. Tým by následný rast reálnych miezd mohol vytvoriť priestor na uspokojenie odložených spotrebných zámerov z rokov 2003-2004, podobne ako z rokov 1999-2000 v ďalšom období. Klesajúci trend sklonu k úsporám sa pravdepodobne zastaví a dynamika súkromnej spotreby sa môže v rokoch 2005-2007 zrýchliť na približne dvojnásobné tempo v porovnaní s rokom 2004, v dôsledku čoho sa stane jedným z najvýznamnejších faktorov prorastovo ovplyvňujúcich celkový rast reálneho HDP.

Vývoj **verejnej spotreby** bude ovplyvňovať zámer znižovania fiskálneho deficitu prezentovaný v predstupovom ekonomickom program, ako aj v programovom vyhlásení vlády, čím sú ohraničené možnosti rastu verejných výdavkov. V bežných cenách predpokladáme postupné znižovanie deficitu verejných financií a mierny, približne

konštantný rast bežných výdavkov. Vplyvom postupne sa znižujúceho rastu cenovej hladiny očakávame iba mierne rastúcu spotrebu verejného sektora.

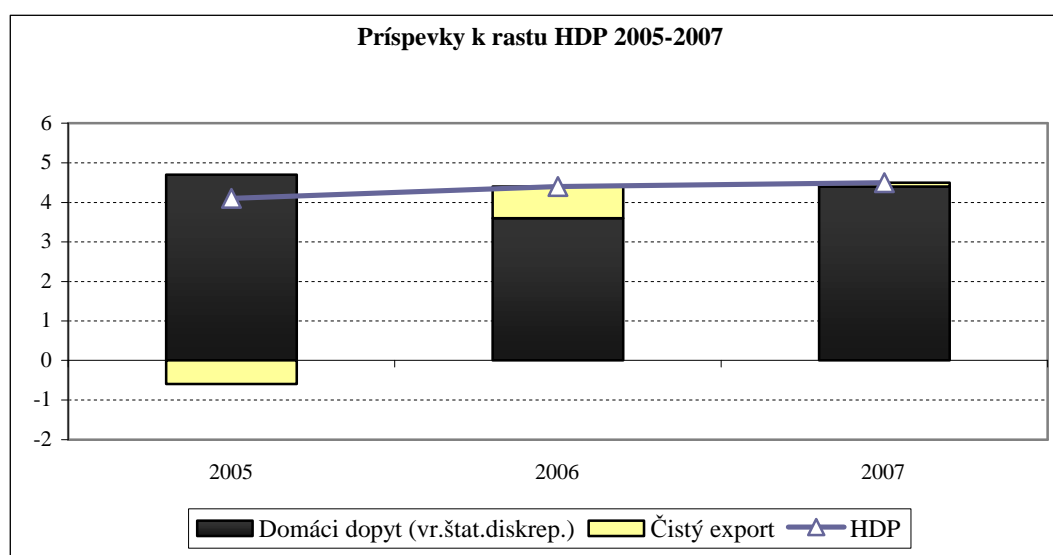
V dopyte po **fixných investíciách** (strojných i stavebných) predpokladáme v strednodobom horizonte významný nárast. V roku 2005 očakávame vzhľadom na prípravu výroby v PSA Peugeot najväčší nárast fixných investícií, keď zvýšenie príspevku investičného dopytu k rastu HDP bude pravdepodobne kompenzované vyšším deficitom čistého exportu v dôsledku dovozov technologických zariadení. Investícia automobilky PSA Peugeot pravdepodobne vytvorí podmienky pre následný rozvoj domáceho trhu subdodávateľov, čo predpokladá naplnenie ďalších investičných zámerov v rokoch 2006-2007. Nárastu stavebných investícií budú napomáhať hypotekárne úvery, infraštruktúrne projekty financované vládou, ako aj pokračujúca výstavba priemyselných parkov.

V roku 2005 sa pravdepodobne dočasne zhorší bilancia zahraničného obchodu, keď najmä zvýšené dovozy technologických celkov spomalia dynamiku HDP, avšak v rokoch 2006-2007, po začatí výroby PSA v plnej prevádzke, by mal narastajúci export zabezpečiť prebytok čistého vývozu v stálych cenách a prorastovo ovplyvniť rast reálneho HDP.

V nadväznosti na predikovaný vývoj domáceho dopytu a čistého exportu v strednodobom horizonte možno očakávať postupné zrýchľovanie dynamiky ekonomického rastu zo 4,1% v roku 2005 na 4,4% a 4,5% v rokoch 2006-2007 (stredy intervalov).

HDP a implicitný deflátor

	Výhľad rok 2005	Výhľad rok 2006	Výhľad rok 2007
HDP v stálych cenách medziročný rast v %	3,7-4,4	3,9-4,9	4,0-5,1
HDP v bežných cenách mld. Sk	1385,0	1490,0	1600,0
Implicitný deflátor HDP (medziročný prírastok v %)	3,2	3,1	2,8



5.5 Mzdy a nezamestnanosť

V horizonte rokov 2005 až 2007 možno vo vývoji miezd v súkromnom sektore predpokladať postupnú konsolidáciu, ktorá by ku koncu prognózovaného obdobia mala smerovať k systému úpravy miezd obdobnému ostatným krajinám EÚ, kde sa rast nominálnych miezd v zásade pohybuje 1-2% nad úrovňou priemernej inflácie avšak v závislosti od dosahovanej produktivity práce a výsledkov hospodárenia.

Vývoj miezd vo verejnom sektore by mal byť, podľa Predvstupového ekonomického programu do roku 2006, pomalší ako priemer dosiahnutý v národnom hospodárstve. Valorizácia miezd by mala byť jednotná a pre roky 2005 a 2006 nižšia ako prognózovaná miera inflácie.

Medzi základné determinanty vývoja miezd v strednodobom horizonte by mala patriť predovšetkým klesajúca miera priemernej inflácie, zrýchľujúci sa hospodársky rast, rast reálnej produktivity práce predstihujúci rast miezd, znižovanie nákladovosti v podnikateľskom sektore v záujme rastu konkurencieschopnosti v súvislosti so vstupom SR do EÚ, ako aj umiernený mzdový vývoj vo verejnom sektore v súlade so znižovaním fiskálneho deficitu.

Vzhľadom na prognózovaný vývoj HDP a zamestnanosti je predpoklad, že reálna produktivita práce by mala v strednodobom horizonte rásť rýchlejšie ako reálne mzdy, čo by malo vytvárať priestor i pre vznik nových pracovných príležitostí.

Výhľad na roky 2005– 2007

index, romr = 100

	Výhľad		
	2005	2006	2007
Mzda nominálna	105,3-106,3	104,3-105,3	103,5
stred intervalu	105,8	104,8	
Mzda reálna	102,2-103,2	102,0-103,0	101,5
stred intervalu	102,7	102,5	
Produktivita práce z HDP, s.c. (stred intervalu)	103,4	103,7	103,9
<i>CPI priemer- stred intervalu</i>	<i>103,0</i>	<i>102,3</i>	<i>102,0</i>
Zamestnanosť	100,7	100,7	100,6
Miera nezamestnanosti NUP (%)	13,8	13,0	12,5
Miera nezamestnanosti VZPS (%)	15,5	14,6	14,0

Pozn.: miera nezamestnanosti v priemere za obdobie

Rok 2005 by mal kumulovať rad faktorov, ktoré by mali pozitívne ovplyvniť vývoj miezd, čo by znamenalo prerušenie dvojročnej tendencie útlmu reálnych miezd. Ukončenie cenových deregulácií by sa malo prejavovať na znížení priemernej inflácie (približne na menej ako polovičnú úroveň roku 2004), v plnej miere by sa vo vývoji hospodárenia podnikateľskej sféry malo prejavovať zníženie dane z príjmov u právnických i fyzických osôb, ako aj úpravy DPH platné od roku 2004 a vyjasniť by sa mala tiež nákladovosť spojená s platbami nemocenských dávok zamestnávateľa zamestnancom vo väzbe na zníženie sadzby odvodu na nemocenské poistenie u zamestnávateľov.

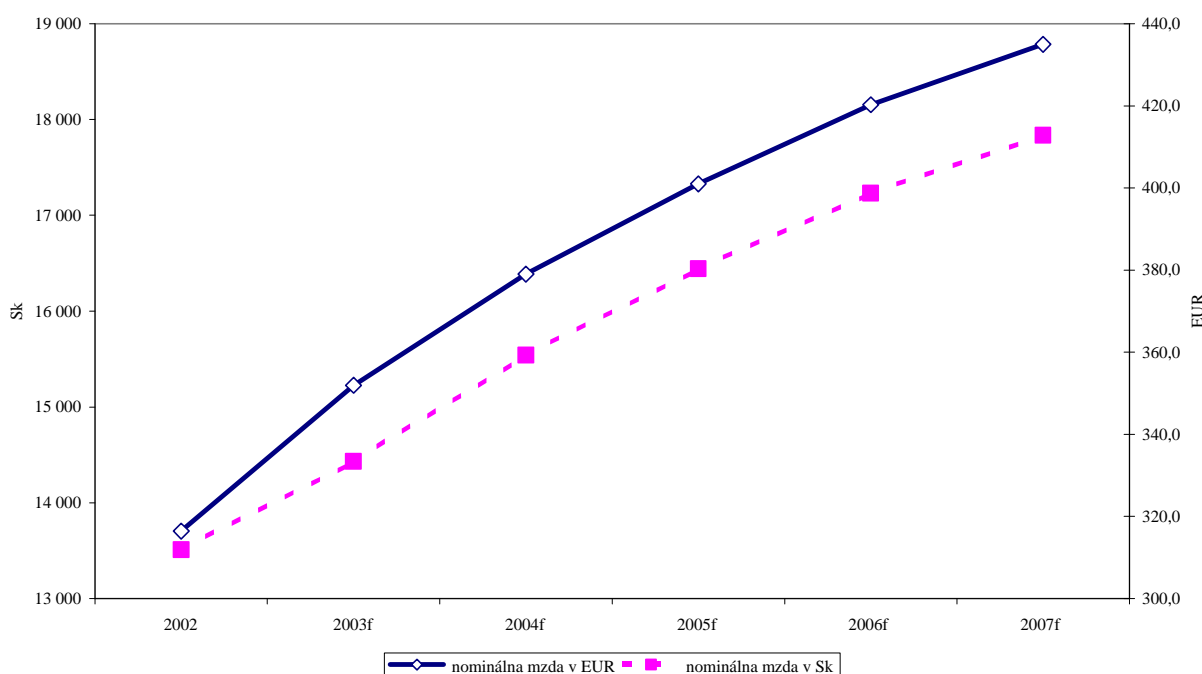
Proti rýchlejšiemu rastu nominálnych miezd bude naďalej pôsobiť odmeňovanie vo verejnom sektore, ktoré by sa podľa Predvstupového ekonomického programu malo legislatívne upraviť

tak, aby sa znížila nárokovateľnosť v niektorých systémoch odmeňovania. Pri valorizácii miezd v tomto sektore by sa mala uplatniť jednotná miera, ktorá by v rokoch 2005 a 2006 mala byť nižšia ako prognózovaná miera inflácie a tempo rastu miezd by malo byť pomalšie ako tempo dosiahnuté v priemere za NH.

Reálna produktivita práce by aj v tomto roku mala rásť rýchlejšie ako reálne mzdy. Predstih rastu produktivity práce pred rastom miezd od roku 2003 by mal vytvoriť dostatočný priestor pre rast miezd, ktorý by sa v reálnom vyjadrení mohol pohybovať od 2 do 3%.

V roku 2006 a 2007 predpokladáme pokračovanie reálneho rastu miezd pri súčasnom raste produktivity práce predstihujúcom rast miezd. Z hľadiska reálnej konvergencie vstupu SR do EÚ by však rast reálnych miezd mal byť koncipovaný tak, aby na jednej strane nebola ohrozená konkurencieschopnosť podnikateľskej sféry, no na strane druhej, aby potenciál vytvorený predstihom rastu produktivity práce pred rastom miezd bol využitý aj na zníženie zaostávania úrovne miezd v SR oproti krajinám EÚ i okolitým stredoeurópskym krajinám vstupujúcim do EÚ.

Prognóza vývoja miezd v Sk a EUR



Vo vývoji zamestnanosti očakávame v roku **2005** spomalenie rastu oproti predchádzajúcemu obdobiu z dôvodu začiatku pôsobenia demografických faktorov (predovšetkým úbytok obyvateľstva v produktívnom veku). Prorastovo by mali opäť pôsobiť rast ekonomiky, s ním súvisiaca tvorba nových pracovných miest a novela zákona o sociálnom poistení.

V roku **2005** by mal nastať opätovný **pokles počtu nezamestnaných** a miera nezamestnanosti by mala oproti roku 2004 poklesnúť o 0,6 percentuálneho bodu. Faktormi pozitívne pôsobiacimi na pokles nezamestnanosti by mali byť najmä tvorba nových pracovných miest, očakávané pozitívne vplyvy zákona o službách zamestnanosti a čiastočne zvýšená mobilita na trhu práce súvisiaca so vstupom do Európskej únie.

V roku **2006** by (vďaka stagnácii dynamiky ponuky práce) mala dynamika rastu zamestnanosti dosiahnuť rovnakú úroveň ako v roku predošlom. Prorastovo by mali opäť pôsobiť rast ekonomiky (z veľkej časti vplyvom PZI) a s ním súvisiaca tvorba nových pracovných miest. V roku **2007** by stagnácia dynamiky vývoja ponuky práce (vďaka predovšetkým úbytku obyvateľstva v produktívnom veku) mala prejsť do mierneho poklesu, a to aj napriek očakávanému rastu ekonomiky, ktorý by mal vytvárať nové pracovné miesta.

Predpokladaný vývoj miery nezamestnanosti v rokoch **2006 a 2007** odráža očakávaný vývoj ostatných makroekonomických ukazovateľov, predovšetkým prílev, resp. očakávané pozitívne vplyvy PZI a pod.

5.6 Hospodárenie verejných financií

Od roku 2002 by malo dochádzať k znižovaniu podielu fiskálnych deficitov na HDP a k súvisiacemu slabnutiu fiskálnych impulzov stimulujúcich hospodársky rast. Rastové impulzy by mali byť substituované poklesom priamych daní, ktorý by sa mal prejavovať v raste domácej spotreby. Stagnácia reálnych miezd by však mohla výraznejší nárast konečnej spotreby tlmiť s negatívnym dopadom na výber nepriamych daní a na ohrozenie plánovaného deficitu. Decentralizácia kompetencií a ich delimitácia na VÚC môže niesť riziká vyšších výdavkov, najmä v školstve a zdravotníctve. V oblasti vývoja verejného dlhu existujú riziká z prevzatých štátnych záruk.

V súvislosti s plnením Maastrichtského kritéria je na základe súčasných poznatkov možné predpokladať, že v roku 2006 deficit verejných financií nepresiahne 3% HDP (bez dôchodkovej reformy) a bude naplnený aj predpoklad o jeho udržateľnosti.

5.7 Menová politika

5.7.1 Menové agregáty

Pri projektovaní vývoja menových agregátov vychádzame z nasledujúcich predpokladov:

- domáca cenová hladina bude mať výraznejší dezinflačný vývoj,
- vláda bude naplňovať svoje ciele v oblasti fiskálneho hospodárenia. Zvyšovanie zadlženosti bude generované centrálnou vládou v dôsledku deficitnosti bežného hospodárenia.

Projektované splátky verejného dlhu v rokoch 2004 až 2007 v mld. Sk

	ŠD	ŠPP	Zahraničný dlh	Spolu
2004	62,7	44,4	26,1	133,2
2005	32,4	49,0	25,7	107,1
2006	35,4	47,7	9,0	92,1
2007	14,3	49,3	3,2	66,8

Rizikom prekročenia schválených schodkov je realizácia úverov so štátnou zárukou. Na riešenie týchto rizík prijala vláda zámer používať príjmy z privatizácie na posilnenie štátnych finančných aktív s možnosťou ich predisponovania do príjmov štátneho rozpočtu. Ostatný verejný sektor by mal dosahovať prebytkové hospodárenie, na ktorom sa podieľajú aj fondy sociálneho zabezpečenia v dôsledku pozitívneho efektu sociálnej reformy. Táto oblasť však nesie určité riziká, spojené s reformou dôchodkového zabezpečenia. Tieto riziká nedokáže MF SR kvantifikovať. V rámci vnútornej zadlženosti štátu by mala v súlade so zámermi ARD rásť rýchlejšie zahraničná zadlženosť, zdroje z ktorej by mali čiastočne nahrádzať splatný vnútorný dlh.

- vývoj platobnej bilancie bude stabilizovaný, na kapitálovom účte by sa privatizačné aktivity vlády mali podieľať v klesajúcej miere.

V súlade s danými predpokladmi je stabilizácia vývoja peňažných agregátov v rokoch 2005 až 2007. Dynamika peňažnej zásoby by sa mala mierne spomaliť, rovnako ako čisté zahraničné aktíva. Mierne reštriktívnym pôsobením verejného okruhu sa vytvorí priestor pre stabilný rast úverov podnikom a obyvateľstvu.

(v %)	2003	2004	2005	2006	2007
Peňažná zásoba M2	6,4	8,0	8,0	7,5	7,5
Úvery podnikom a obyvateľstvu	9,7	8,0	5,3	5,2	5,5

Rizikom vývoja je nenaplnenie predpokladov v oblasti fiskálnej politiky. Riziká existujú v prekročení schválených deficitov bežného hospodárenia, ktorých zdrojom môže byť nižší výber daňových príjmov (najmä pri nenaplnení očakávaného tempa rastu ekonomiky), realizácia štátnych záruk, ako aj reforma dôchodkového zabezpečenia.

Vzhľadom k tomu, že v súčasnosti existujú signály z obchodných bánk, že portfólio štátnych cenných papierov považujú za dostatočné a že sa budú sústreďovať na „retailové“ bankovníctvo môže (aj v súvislosti s nárastom voľnej likvidity bánk v dôsledku zahraničných emisií vlády SR) dôjsť k nárastu dynamiky úverových aktivít. Ich vývoj a predovšetkým vplyv cez dopytové tlaky na infláciu a obchodnú bilanciu bude potrebné (vrátane kvality kolaterálov) dôsledne monitorovať⁴.

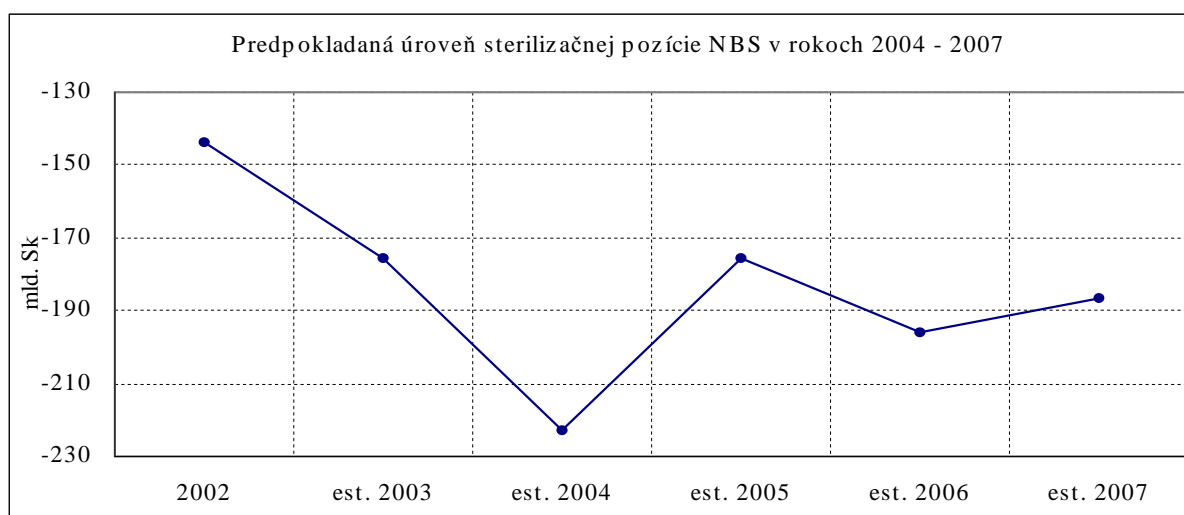
5.7.2 Realizácia menovej politiky

Výkon menovej politiky bude uskutočňovaný v prostredí znižovania dynamiky inflácie v strednodobom horizonte, ako aj avizovanej konsolidácie verejných financií. Zároveň by si ekonomika mala udržať rastový potenciál, a to nielen na strane zahraničného, ale aj domáceho dopytu. Spolu s prílevom PZI, rastom úverových aktivít a dosahovaním kladnej dynamiky reálnej mzdy by tak mali byť vytvorené predpoklady pre rast domáceho dopytu. Vzhľadom na to, ako aj vzhľadom na výraznejšie zníženie či už primárneho alebo sekundárneho efektu zvyšovania regulovaných cien a nepriamych daní na infláciu sa menová politika môže dostávať do situácie vzniku menších či väčších dopytových tlakov na cenovú úroveň.

Vzhľadom na očakávaný pokles inflácie bude možné v strednodobom horizonte znižovať aj vyhlasované úrokové sadzby, ktorých pokles však nemusí byť kontinuálny, ale bude reagovať na vývoj cenovej hladiny, ako aj vývoj v kurzovej oblasti. Proces konvergencie úrokových sadzieb je žiaduci, avšak je podmienený vývojom v cieľových veličinách. Samotná konvergencia krátkodobých úrokových sadzieb (dlhodobé sadzby, ako jedno z maastrichtských kritérií, už v súčasnosti spĺňame) sa môže uskutočniť v krátkom období pred vstupom do eurozóny.

⁴ Úlohou centrálnej banky, menovú politiku nevynímajúc, bude aj reagovať na možný vznik „bubliny“ v cenách nehnuteľností. Rast ich cien, ako i objemu úverov, plne nezodpovedá rastu príjmov obyvateľstva. Pri prípadnom „prasknutí bubliny“ by došlo k znehodnoteniu kolaterálov bánk, negatívnym dopadom na ich hospodárenie, čo by mohlo podviazať ekonomický rast SR v ďalšom období.

Miera neistoty ohľadom vývoja likvidity, spôsobená faktormi, pôsobiacimi v roku 2004 sa v rokoch 2005 až 2007 zvyšuje. Vývoj v ďalších rokoch bude v rozhodujúcej miere ovplyvnený naplnením predpokladov v roku 2004, súvisiacich s reformou verejnej správy. Pri zachovaní predpokladov vývoja z roku 2004 by mala sterilizačná pozícia NBS v roku 2005 mierne klesnúť (vplyvom vývoja platobnej bilancie) a do roku 2007 by si mala udržať relatívne stabilnú úroveň. Vláda aj v nasledujúcich rokoch uvažuje s použitím klesajúcich privatizačných príjmov na dotáciu štátnych finančných aktív a s ich použitím. Prorastovo by na vývoj sterilizačnej pozície mohla pôsobiť ARD realizáciou zámerov v oblasti konverzie časti domáceho dlhu na zahraničný dlh. Nutnosť intervencií NBS na devízovom trhu proti neadekvátnemu posilňovaniu slovenskej koruny by si rovnako v plnej miere vyžiadala nárast sterilizačnej pozície.



Hlavné ekonomické a peňažné indikátory

	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007
	Skutočnosť	Odhad	Menový program	Výhľad		

(medziročná zmena v %, ak nie je uvedené inak)

Jadrová inflácia (koniec roka)	1,9	3,1	1,2-3,5	1,4-2,5	1,7-2,8	1,6-2,7
Čistá inflácia bez pohonných hmôt (koniec roka)	2,9	3,4	1,7-2,8	1,9-2,5	1,9-2,5	2,0-2,6
Index spotrebiteľských cien (koniec roka)	3,4	9,4	5,5-7,3	2,3-3,3	2,0-2,9	1,7-2,7
Index spotrebiteľských cien (ročný priemer)	3,3	8,5	7,2-8,2	2,8-3,3	2,0-2,5	1,7-2,2
Index cien výrobcov (ročný priemer)	2,1	8,0	2,4	2,2	1,2	1,2
Hrubý domáci produkt (stále ceny)	4,4	3,9	3,7 - 4,3	3,7-4,4	3,9-4,9	4,0-5,1
Hrubý domáci produkt (nominálny, v mld. Sk)	1 073,7	1 180,0	1 290,0	1 385,0	1 490,0	1 600,0
Nominálne mzdy	9,3	6,8	7,2 - 8,2	5,3-6,3	4,3-5,3	3,5
Reálne mzdy	5,8	-1,6	-0,5 - +0,5	2,2-3,2	2,0-3,0	1,5
Obchodná bilancia (mld. Sk)	-96,0	-38,2	-46,1	-70,4	-51,7	-48,9
Bežný účet (mld. Sk)	-87,2	-23,3	-30,4	-53,2	-32,7	-30,1
Podiel bežného účtu platobnej bilancie na HDP (%)	-8,1	-2,0	-2,3	-3,8	-2,2	-1,9
Priame zahraničné investície (mld. Sk)	179,7	41,9	53,2	56,8	35,0	27,1
Oficiálne rezervy NBS (mil. USD)	9,2	11,0	12,0	11,6	11,5	11,4
Krytie dovozov (mesačný priemer tovarov a služieb) devízovými rezervami NBS	5,9	5,3	5,3	4,6	4,1	3,7
Peňažná zásoba (M2)	3,3	6,4	8,0	8,0	7,5	7,0
Úvery podnikom a obyvateľstvu	11,7	9,7	8,0	5,3	5,2	5,3
Sterilizácia voči bankovému sektoru (mld. Sk)	-137,2	-175,5	-222,9	-202,2	-195,9	-187,8