

Aktualizovaný menový program NBS na rok 2004

ÚVOD	2
1. Prognóza externého prostredia na roky 2004 a 2005	7
2. Rok 2003	13
2.1 Inflácia	13
2.2 Ceny výrobcov	13
2.3 Platobná bilancia	14
2.5 Hrubý domáci produkt	15
2.6 Mzdy a zamestnanosť	16
2.7 Verejný sektor	17
2.8 Menový vývoj a menová politika	18
3. Aktualizovaný menový program na rok 2004	21
3.1 Inflácia	21
3.2 Ceny výrobcov	24
3.3 Zahraničná oblasť	25
3.3.1 Platobná bilancia	25
3.3.2 Zahraničná zadlženosť	28
3.4 Hrubý domáci produkt	28
3.5 Mzdy a zamestnanosť	31
3.6 Verejný sektor	33
3.7 Menová politika	33
4. Záver – zhrnutie AMP na rok 2004	33
5. Výhľad do roku 2007 – Aktualizovaný	38
5.1 Inflácia	38
5.2 Ceny výrobcov	39
5.3 Zahraničná oblasť	40
5.3.1 Platobná bilancia	40
5.3.2 Zahraničná zadlženosť	43
5.4 Hrubý domáci produkt	43
5.5 Mzdy a zamestnanosť	44
5.6 Verejný sektor	46
5.7 Menový vývoj a menová politika	47

Príloha: Hlavné ekonomické a peňažné indikátory

ÚVOD

Menový a ekonomický vývoj bol v roku 2003 ovplyvnený relatívne vysokým rozsahom administratívnych zásahov v oblasti regulovaných cien, ale aj nepriamych daní. Realizácia týchto opatrení sa prejavila predovšetkým vo vývoji spotrebiteľských cien, kde prispeli k celkovému cenovému nárastu viac ako 75%. Vyšší vplyv nákladových faktorov na cenový vývoj sa však vzhľadom na absenciu dopytových tlakov nepremietol do výraznejších sekundárnych efektov. To dokumentuje aj relatívne nízka úroveň jadrovej inflácie, ktorá v roku 2003 dosiahla 3,0%, kým celková inflácia predstavovala 9,3%. Celkovo bol cenový vývoj v roku 2003 v súlade s aktualizovaným menovým programom NBS.

Výraznejší rozsah administratívnych opatrení v oblasti regulovaných cien a nepriamych daní sa spolu s prebiehajúcou konsolidáciou verejných financií (zníženie fiskálneho deficitu na 3,5% HDP v roku 2003 v porovnaní s 5,7% v roku 2002) a znížením reálnych miezd premietli do poklesu domáceho dopytu, najmä súkromnej spotreby. V porovnaní s predpokladmi aktualizovaného menového programu tak došlo k výraznejšiemu útlmu konečnej spotreby domácností (AMP predpokladal mierny rast) v dôsledku výraznejšieho vplyvu administratívnych opatrení, ale aj pomalšieho mzdového vývoja. K poklesu domáceho dopytu významnejšie prispelo aj pokračovanie útlmu v investičnom dopyte.

Napriek poklesu domáceho dopytu dosiahol ekonomický rast relatívne vysokú úroveň (4,2%) v rámci intervalu predpokladaného aktualizovaným menovým programom. Štruktúra rastu HDP bola však v porovnaní s predpokladmi NBS odlišná, keď útlm domáceho dopytu bol kompenzovaný dynamickým rastom exportu a vyšším ako očakávaným prírastkom čistého exportu.

Pokles deficitného salda zahraničného obchodu zodpovedal tendenciám naznačeným aktualizovaným menovým programom, jeho zníženie však bolo najmä v dôsledku rastu exportnej výkonnosti výraznejšie. Aj napriek pomalšiemu ekonomickému rastu našich najvýznamnejších obchodných partnerov (najmä krajín EÚ) zaznamenal slovenský export viac ako 20% dynamiku rastu. Tento vývoj súvisel predovšetkým s vyššou produkciou automobilového priemyslu a realizáciou nového výrobného programu. Priaznivý vývoj zaznamenal takisto vývoz železa a ocele.

Nižší deficit obchodnej bilancie sa premietol aj do razantnejšieho zníženia záporného salda bežného účtu platobnej bilancie, ktorého podiel na HDP predstavoval 0,9% (AMP 2003 predpokladal 4,5%).

Úlohou menovej politiky v prostredí obnoveného deregulačného procesu bolo predovšetkým zamedziť sekundárnym cenovým efektom. Výraznejší dopad administratívnych zásahov na kúpyschopný dopyt spolu s predstihom rastu produktivity práce pred rastom miezd však zamedzovali vzniku dopytových tlakov. Vzhľadom na absenciu dopytových impulzov v ekonomike, ako aj očakávané pokračovanie vplyvu deregulačného procesu na kúpyschopný dopyt aj v roku 2004, pristúpila NBS v záujme podpory rovnovážneho ekonomického rastu a s cieľom zamedziť neopodstatnenému tlaku na pokles cien, k zníženiu kľúčových úrokových sadzieb v septembri a decembri 2003 zhodne o 0,25 percentuálneho bodu.

Tieto rozhodnutia boli podporené aj ďalším znížením kľúčových úrokových sadziieb v marci 2004 o 0,5 percentuálneho bodu zameraným rovnako na podporu oživenia domáceho dopytu a udržateľného hospodárskeho rastu pri predpokladanom nižšom príspevku zo strany exportu. Zároveň zníženie úrokových sadziieb malo podporiť snahu centrálnej banky zastaviť tlaky na zhodnocovanie výmenného kurzu a zodpovedalo tak zámerom NBS v oblasti podpory udržateľného rastu.

Aktualizácia menového programu na rok 2004 a strednodobého výhľadu do roku 2007 zohľadňuje ekonomický a kurzový vývoj v prvých mesiacoch roka, ako aj nové informácie ohľadom očakávaných investičných aktivít (PZI), zmeny predpokladov vývoja cien energetických surovín a predpoklady vývoja fiskálneho deficitu na základe zámerov prezentovaných v Konvergenčnom programe SR.

Z hľadiska vývoja externého prostredia nedošlo v aktualizovanom menovom programe na rok 2004 v porovnaní s menovým programom k výraznejším zmenám očakávaní ohľadom ekonomického vývoja našich najvýznamnejších obchodných partnerov. V nasledujúcich rokoch bude pravdepodobne dochádzať k miernemu oživovaniu ekonomického rastu eurozóny, ten by sa však mal aj naďalej nachádzať pod úrovňou svojho potenciálu. Záporná produkčná medzera by tak mala mať vplyv na pokles inflácie. Ekonomický rast by mal akcelerovať aj v Českej republike, Maďarsku a Poľsku. Celkovo by makroekonomický vývoj našich obchodných partnerov mal vytvárať relatívne priaznivé podmienky pre slovenský export a nízku dovezenú infláciu.

Aktualizovaný menový program na rok 2004 predpokladá, že cenový vývoj bude v porovnaní s menovým programom ovplyvňovaný z hľadiska štruktúry mierne rozdielnymi faktormi, pričom miera celkovej inflácie (stred intervalu 6,4%) by mala zostať na úrovni, ktorú predpokladal menový program, avšak pri zúžení intervalu (na 5,7%-7,0%). Tendencia zhodnocovania výmenného kurzu slovenskej z roku 2003 a doterajšieho priebehu roku 2004 sa premieta do pomalšej dynamiky cien obchodovateľných tovarov bez pohonných hmôt. Naopak ceny pohonných hmôt sú ovplyvňované vyššou cenou ropy a vývojom výmenného kurzu dolára.

Najvýraznejší rozdiel v predikcii inflácie v porovnaní s menovým programom je spôsobený presunutím povinného zmluvného poistenia zo sektoru regulovaných cien do trhových služieb, čo sa premietlo v miernom zvýšení predikcie jadrovej (z 2,3% na 2,7% - stredy intervalov) a čistej inflácie bez PHM (z 2,3% na 3,0% - stredy intervalov). Na úroveň celkovej inflácie táto skutočnosť však nemá žiaden vplyv.

Cenový vývoj v roku 2004 bude podobne ako v predchádzajúcom roku v značnej miere ovplyvnený administratívnymi zásahmi, ktoré by sa na celkovej miere inflácie mali podieľať približne 70%. Aj keď by v priebehu roka malo dôjsť k miernemu oživovaniu domáceho dopytu, NBS nepredpokladá výraznejší vplyv sekundárnych efektov na ceny. Relatívne priaznivý cenový vývoj by mal byť podporovaný aj nízkou dovezenou infláciou. Rovnako zavedenie spoločnej poľnohospodárskej politiky by nemalo vyvolať neočakávaný tlak na rast cien potravín.

V porovnaní s menovým programom na rok 2004 aktualizovaný menový program predpokladá mierne vyššiu dynamiku hospodárskeho rastu, ale bez výraznejšej zmeny jeho štruktúry. Aj napriek pretrvávajúcemu vplyvu administratívnych opatrení na kúpyschopný dopyt by sa malo očakávané obnovenie rastu reálnych miezd a odložená spotreba

z minulého roku premietnuť v oživení súkromnej spotreby. Rovnako možno očakávať aj výraznejšie oživenie investičného dopytu, predovšetkým v súvislosti s prílevom PZI do automobilového priemyslu.

Doterajší vývoj zahraničného obchodu naznačuje pokračovanie priaznivých tendencií, ktoré by sa mohli premietnuť do nižšieho deficitu bežného účtu. Ten by mohol dosiahnuť 1,2% podiel na HDP, čo je v porovnaní s predpokladmi menového programu takmer polovičná úroveň. Takýto vývoj je však okrem zlepšenia obchodnej bilancie ovplyvnený aj metodickým spresnením rozdelenia transferov z EÚ medzi bežné a kapitálové (v súlade s usmernením Eurostatu).

Priaznivejší vývoj zahraničného obchodu by sa tak mohol premietnuť aj do mierneho zlepšenia príspevku čistého exportu k ekonomickému rastu. Domáci dopyt by však mal rovnako ako v menovom programe predstavovať rozhodujúci faktor rastu HDP.

Podobne ako v roku 2003 je aj v roku 2004 úlohou menovej politiky zamedziť vzniku nadmerných sekundárnych dopadov administratívnych opatrení na vývoj cien. Súčasne však musí menová politika zvažovať mieru reštrikcie, ktorú realizácia týchto opatrení predstavuje pre kúpyschopný dopyt.

Vzhľadom na to, že Slovensko je malá otvorená ekonomika (podiel dovozu a vývozu tovarov a služieb na HDP predstavuje 157,5% v roku 2003 a 156,1% v roku 2004), je pri menovo-politickom rozhodovaní zvažovaný aj vývoj nominálneho výmenného kurzu, ktorý má dôležité postavenie v transmisnom mechanizme menovej politiky. Vzhľadom na existujúci úrokový diferenciál a „konvergenčnú hru“ NBS dôsledne monitoruje vplyv prílevu špekulatívneho kapitálu na volatilitu výmenného kurzu. V prípade vzniku výraznejších tlakov na zhodnocovanie koruny, ktoré nie je v súlade s fundamentmi ekonomiky, je NBS pripravená použiť zodpovedajúce nástroje. Medzi ne patria predovšetkým intervencie na devízovom a peňažnom trhu, ale aj možná zmena základných úrokových sadzieb. Znižovanie úrokových sadzieb s cieľom zamedziť neodôvodnenej apreciácii slovenskej koruny je však zvažované vo vzťahu k hlavnému cieľu NBS, ktorým je cenová stabilita. Národná banka Slovenska teda reaguje na vývoj výmenného kurzu zmenou úrokových sadzieb len vtedy, ak nie je ohrozený jej hlavný cieľ.

Práve nadmerná apreciácia výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru v prvých mesiacoch roka 2004, ovplyvnená prílevom krátkodobého kapitálu využívajúceho úrokový diferenciál, bola dôvodom na zníženie kľúčových úrokových sadzieb NBS v apríli 2004 o 0,5 percentuálneho bodu. Aktuálny makroekonomický vývoj umožnil centrálnej banke reagovať prioritne na vývoj výmenného kurzu, najmä s ohľadom na pokračujúcu konsolidáciu verejných financií, ako aj predpokladané znižovanie medziročnej inflácie pod 4% už v prvých mesiacoch roku 2005.

Vývoj slovenskej ekonomiky v strednodobom horizonte bude významne ovplyvnený viacerými zmenami ekonomického prostredia. Medzi ne patria predovšetkým vstup Slovenskej republiky do Európskej únie, realizácia daňovej a dôchodkovej reformy, reformy zdravotníctva, postupná konsolidácia verejných financií.

Cenový vývoj by mal byť v rokoch 2005-2007, v súlade so zámermi NBS ohľadom plnenia maastrichtského kritéria inflácie, charakterizovaný postupným dezinflačným procesom,

podporeným pokračujúcou konsolidáciou verejných financií, ale aj nízkou dovezenou infláciou.

V porovnaní so strednodobou predikciou z menového programu na rok 2003, predpokladá aktualizácia strednodobého výhľadu mierne vyšší cenový rast, pričom zohľadňuje vyšší odhad vývoja cien ropy, ale aj potenciálne vyššie pôsobenie Balassa-Samuelsonovho efektu. Prorastovo by na cenový vývoj mohlo v roku 2007 pôsobiť aj možné zavedenie spotrebných daní na elektrickú energiu a plyn. Jeho vplyv na infláciu by však mal byť len mierny.

Významným faktorom, ktorý v rokoch 2005-2007 ovplyvní ekonomický vývoj na Slovensku, bude prílev priamych zahraničných investícií predovšetkým do automobilového priemyslu, pričom v porovnaní s predpokladmi menového programu na rok 2004 sa zvýšil o investíciu Hyundai-Kia. V strednodobom horizonte by tak prílev PZI mal vytvárať predpoklady pre zrýchlenie procesu reálnej konverencie, rast produktivity práce a konkurencieschopnosti slovenskej ekonomiky.

Rast HDP by tak mohol postupne akcelerovať z úrovne približne 4,1% (stred intervalu) v roku 2005 krátkodobo na takmer 6,2% v roku 2007. Vzhľadom na očakávaný rast reálnej mzdy a výraznejšie oživenie investičného dopytu (najmä v dôsledku prílevu PZI) by mal domáci dopyt v celom horizonte pôsobiť podporne na úroveň ekonomického rastu. V roku 2005 je v súvislosti s investičnými dovozmi pre automobilový priemysel možné očakávať negatívny vplyv čistého exportu na rast HDP. V ďalších rokoch je však už možné predpokladať naštartovanie produkcie v tomto odvetví s priaznivým vplyvom na celkový vývoz a hospodársky rast.

Saldo bežného účtu platobnej bilancie by sa tak malo postupne zmeniť z deficitu 2,7% na HDP v roku 2005 (mierne zhoršenie v porovnaní s rokom 2004) na prebytok vo výške 1,8% na HDP v roku 2007.

V súvislosti s procesom integrácie Slovenska do eurozóny NBS v spolupráci s MF SR vypracovala materiál „Stratégia prijatia eura v Slovenskej republike“, ktorý bol v lete 2003 prerokovaný vládou SR. Na rokovaní vlády k tomuto materiálu bolo schválené Spoločné vyhlásenie vlády SR a NBS k postupu pri vstupe SR do eurozóny. Vláda SR a NBS konštatovali, že vstup do eurozóny bude predstavovať významný impulz pre zdravý rast slovenskej ekonomiky, pričom výhody členstva prevýšia jeho nevýhody. Slovenská republika by preto mala zaviesť euro čo najskôr potom, ako udržateľným spôsobom splní maastrichtské kritériá. Súčasne vláda SR a NBS deklarovali záujem o vytvorenie komplexných predpokladov pre zavedenie eura na Slovensku v rokoch 2008 – 2009.

Plnenie maastrichtských kritérií udržateľným spôsobom si vyžaduje úzku koordináciu menovej a fiskálnej politiky. Z tohto pohľadu NBS a MF SR pripravujú konkretizáciu „Stratégie prijatia eura v Slovenskej republike“, ktorá bude poskytovať základný časový rámec procesu prijatia eura. Prijatím jednoznačnej národnej stratégie a časového rámca prijatia eura spolu s výraznejším poklesom vplyvu administratívnych zásahov na domácu cenovú hladinu by tak mal byť vytvorený priestor pre stanovenie strednodobej dezinflačnej trajektórie korešpondujúcej s plnením maastrichtského kritéria inflácie. Súčasne bude takto stanovená trajektória podmienená plnením záväzkov/cieľov v oblasti verejných financií.

V oblasti kurzového režimu bude riadený floating v strednodobom horizonte nahradený mechanizmom výmenných kurzov ERM II. Vstup Slovenska do ERM II možno predpokladať v roku 2005, resp. v nasledujúcich rokoch.

Po vstupe do ERM II sa okrem inflácie stane cieľom menovej politiky aj výmenný kurz, pričom tento by mal byť naďalej podriadený plneniu hlavného cieľa, ktorým je cenová stabilita. Členstvo Slovenska v ERM II by nemalo presiahnuť čas nevyhnutný pre splnenie maastrichtského kritéria výmenného kurzu, vzhľadom na to, že v dlhšom časovom horizonte môže dochádzať k vzniku konfliktu medzi cieľom cenovej stability a cieľom výmenného kurzu. Aj keď zámerom NBS je pohyb kurzu v blízkosti centrálnej parity, prebiehajúci proces reálnej kovergencie, rast produktivity práce a s tým súvisiaca apreciácia rovnovážneho reálneho výmenného kurzu si môže vyžadovať flexibilnejšie využitie tohto kurzového režimu. Členstvo v ERM II, ako aj hodnotenie plnenia kurzového kritéria by z tohto pohľadu malo byť dostatočne pružné a reflektovať proces reálnej kovergencie.

1. Prognóza externého prostredia na roky 2004 a 2005

Predpoklady vývoja externého prostredia Aktualizovaného menového programu vychádzajú z prognózy Európskej komisie publikovanej 7. apríla 2004 a z prognózy Consensus Forecast z marca 2004. Z hľadiska obchodných partnerov Slovenska je pre predpoklady externého prostredia významný predovšetkým ekonomický vývoj v eurozóne a krajinách V4, najmä Českej republiky.

Prognóza Európskej komisie z apríla 2004 potvrdila naznačené trendy ekonomického vývoja krajín EÚ, resp. eurozóny na roky 2004 a 2005 z jesennej prognózy. Rozdiely medzi oboma predikciami, Consensus Forecast a Európskej komisie, nie sú významné, prognóza rastu HDP Consensus Forecast je mierne optimistickejšia pre prístupujúce krajiny ako Česká republika a Maďarsko a pesimistickejšia vo vzťahu k eurozóne, resp. niektorým členským krajinám (Francúzsko). Pri porovnaní prognóz vývoja spotrebiteľských cien Consensus Forecast predpokladá v porovnaní s Európskou komisiou o niečo vyššiu mieru rastu predovšetkým v roku 2005.

Tabuľka 1

Porovnanie prognózy HDP Európskej komisie a Consensus Forecast

	odhad na rok 2003			prognóza na rok 2004			prognóza na rok 2005		
	EK	CF	Rozdiel	EK	CF	Rozdiel	EK	CF	Rozdiel
EMU	0,4	0,4	0,0	1,7	1,7	0,0	2,3	2,1	-0,2
Nemecko	-0,1	-0,1	0,0	1,5	1,7	0,2	1,8	1,8	0,0
Francúzsko	0,2	0,2	0,0	1,8	1,7	-0,1	2,4	2,1	-0,3
Taliano	0,3	0,3	0,0	1,4	1,4	0,0	2,0	2,0	0,0
Česká republika	2,9	2,9	0,0	2,9	3,3	0,4	3,4	3,8	0,4
Maďarsko	2,9	2,9	0,0	3,2	3,2	0,0	3,4	3,9	0,5
Poľsko	3,7	3,7	0,0	4,6	4,6	0,0	4,8	4,7	-0,1
USA	3,1	3,1	0,0	4,2	4,6	0,4	3,2	3,7	0,5
Japonsko	2,7	2,7	0,0	3,4	2,8	-0,6	2,3	1,6	-0,7

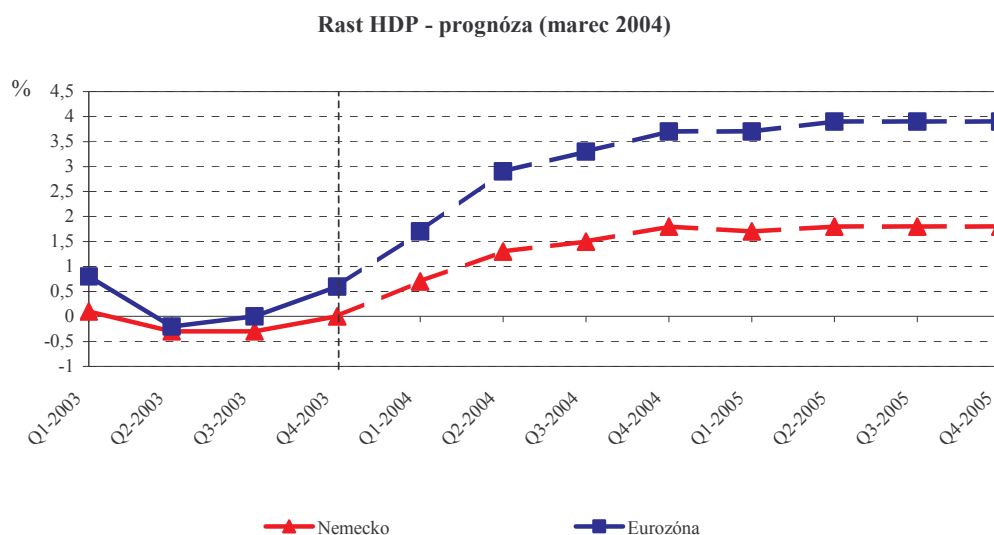
Tabuľka 2

Porovnanie prognózy vývoja spotrebiteľských cien Európskej komisie a Consensus Forecast

	odhad na rok 2003			prognóza na rok 2004			prognóza na rok 2005		
	EK	CF	Rozdiel	EK	CF	Rozdiel	EK	CF	Rozdiel
EMU	2,1	2,1	0,0	1,8	1,7	-0,1	1,6	1,6	0,0
Nemecko	1,0	1,1	0,1	1,3	1,1	-0,2	1,1	1,2	0,1
Francúzsko	2,2	2,1	-0,1	1,9	1,8	-0,1	1,5	1,6	0,1
Taliano	2,8	2,7	-0,1	2,2	2,2	0,0	1,9	2,1	0,2
Česká republika	-0,1	0,1	0,2	2,8	3,1	0,3	2,8	2,8	0,0
Maďarsko	4,7	4,7	0,0	6,9	6,9	0,0	4,6	4,8	0,2
Poľsko	0,7	0,8	0,1	2,3	2,3	0,0	3,0	2,8	-0,2
USA	2,3	2,3	0,0	1,4	1,7	0,3	1,2	1,9	0,7
Japonsko	-0,3	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,1	-0,2	-0,3

Hospodársky vývoj eurozóny, po stagnácii v prvej polovici roku 2003, zaznamenal v druhej polovici roku mierne zlepšenie. V 3. štvrtroku bol hlavným prorastovým faktorom export, v 4. štvrtroku sa predpokladá, že zdrojom oživenia by sa mal stať domáci dopyt.

Graf 1



Zdroj: Consensus Forecast

V období rokov 2004 a 2005 sa predpokladá postupné oživenie ekonomiky eurozóny, pričom hlavným zdrojom hospodárskeho rastu by mal byť domáci dopyt podporený rýchlejšou tvorbou kapitálu. V porovnaní s rokom 2003, keď sa na spotrebných výdavkoch v prevažnej miere podieľal verejný sektor, v priebehu rokov 2004 a 2005 sa postupne očakáva aj výraznejšie oživenie súkromnej spotreby. V celom časovom horizonte možno očakávať negatívny príspevok čistého exportu k hospodárskemu rastu, keďže tempo rastu importu bude predstihovať tempo rastu exportu.

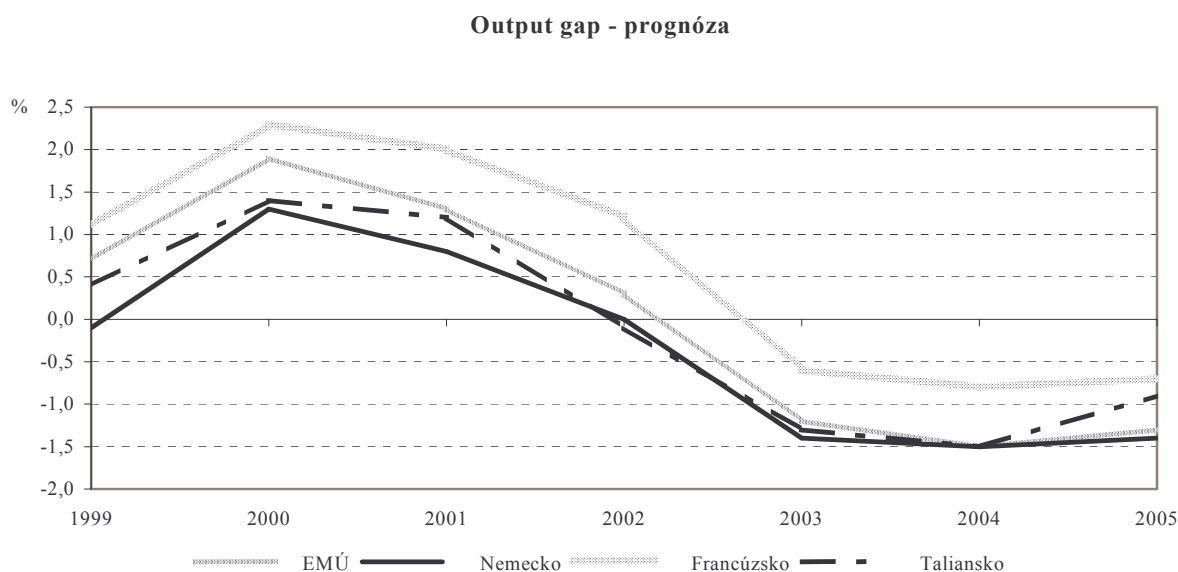
Tabuľka 3

Prognóza ekonomického vývoja eurozóny podľa Consensus Forecast (marec 2004)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
HDP	3,5	1,6	0,9	0,4	1,7	2,1
Súkromná spotreba	2,7	1,7	0,1	1,0	1,4	2,0
Spotreba vlády	2,1	2,5	2,9	1,9	1,5	1,2
Tvorba hrubého fixného kapitálu	4,9	-0,3	-2,8	-1,2	2,1	3,3
Export tovarov a služieb	12,3	3,4	1,5	0,0	4,1	5,1
Import tovarov a služieb	11,0	1,7	-0,1	1,5	4,7	5,6
Spotrebiteľské ceny	2,1	2,4	2,3	2,1	1,7	1,6

V rámci rokov 2004 a 2005 sa očakáva, že hospodárske oživenie bude dosahovať len mierne tempo, pričom rast HDP bude pod úrovňou potenciálu. Záporná produkčná medzera spolu s miernym mzdovým vývojom bude pôsobiť tlmiačo na vývoj inflácie.

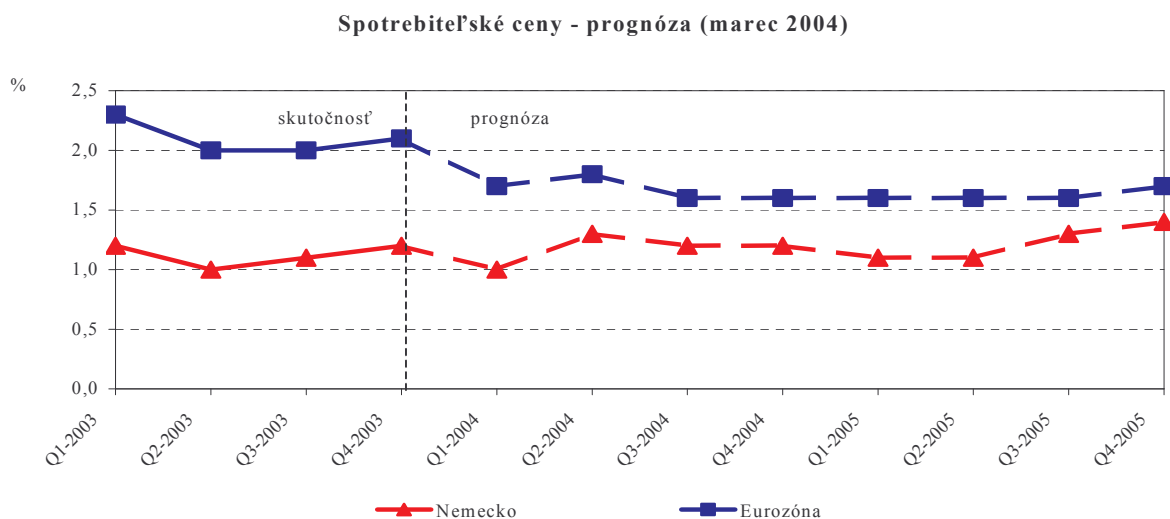
Graf 2



Zdroj: Európska komisia

Z dôvodu slabých domácich, ako aj nevýrazných externých impulzov cenového vývoja sa v celom časovom horizonte očakáva nízka miera inflácie. Z hľadiska externých faktorov bude na infláciu tlmiaco pôsobiť doznievanie výraznej apreciácie eura v minulosti, ako aj predpokladaného vyváženého vývoja na strane dopytu a ponuky po rope. Z domácich faktorov, okrem už spomenutej zápornej produkčnej medzery a mierneho mzdového vývoja, by mala tlmiaco pôsobiť na úroveň inflácie aj nepriaznivá situácia na trhu práce. Na zníženie dynamiky rastu spotrebiteľských cien by mal pôsobiť aj nevýrazný pokles nákladov práce ako dôsledok nedostatočného rastu produktivity práce.

Graf 3



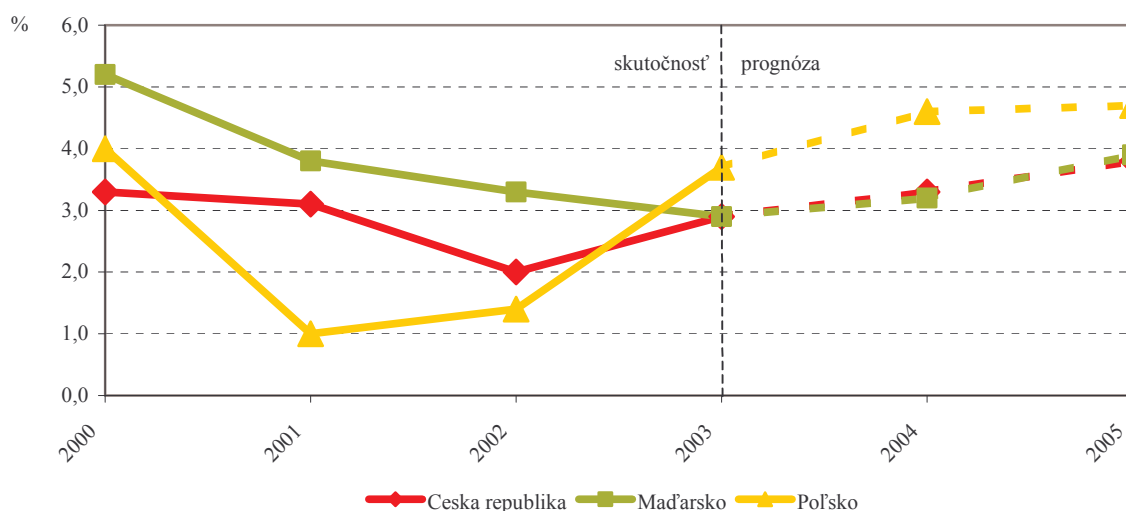
Zdroj: Consensus Forecast

Vo vybraných nových členských krajinách EÚ, Českej republike, Maďarsku a najmä Poľsku, sa v rokoch 2004 a 2005 očakáva v porovnaní s krajinami eurozóny naďalej

relatívne výrazné tempo hospodárskeho rastu. V prípade Českej republiky a Maďarska bola v roku 2003 hlavným prorastovým faktorom súkromná spotreba, v Poľsku to bol predovšetkým čistý export, najmä v dôsledku depreciačie zlotého. V časovom horizonte výhľadu sa v Českej republike i v Maďarsku očakáva zmiernenie tempa rastu súkromnej spotreby v dôsledku zvýšenia nepriamych daní spojených so vstupom krajín do EÚ a taktiež v dôsledku zmiernenia mzdového vývoja. V oboch krajinách sa očakáva výraznejšia podpora rastu zo strany exportu, hlavne vplyvom zlepšujúceho sa externého prostredia (hlavne v rámci eurozóny). V Poľsku sa očakáva naopak postupné znižovanie podporného vplyvu čistého exportu na hospodársky rast a posilnenie podpory rastu zo strany domáceho dopytu, pričom významný stimul by mala predstavovať uvoľnená fiskálna politika. Vo všetkých prístupujúcich krajinách sa očakáva významný rast investícií.

Graf 4

Rast HDP v ČR, MR a PR - prognóza (marec 2004)

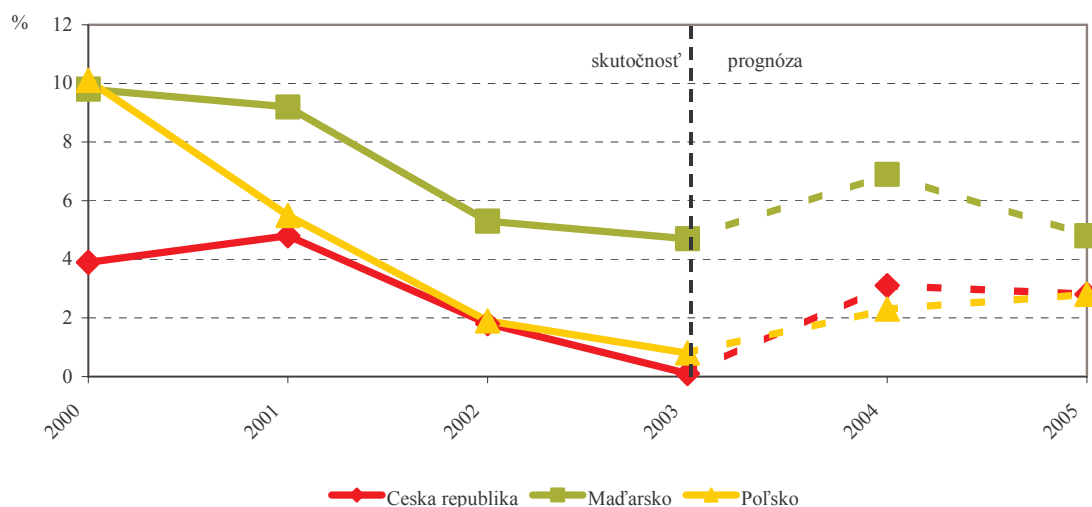


Zdroj: Consensus Forecast

S výnimkou Maďarska sa inflácia v roku 2003 v spomínaných krajinách pohybovala na veľmi nízkej úrovni, porovnateľnej s úrovňou v krajinách eurozóny. V rokoch 2004 a 2005 sa v týchto krajinách očakáva zvýšenie inflácie v dôsledku zvýšenia nepriamych daní v súvislosti s daňovou ako aj cenovou harmonizáciou pri vstupe do EÚ. V prípade Poľska bude mať vplyv na zvýšenie inflácie aj očakávané oživenie domáceho dopytu.

Graf 5

Spotřebitel'ské ceny v ČR, MR a PR - prognóza (marec 2004)



Zdroj: Consensus Forecast

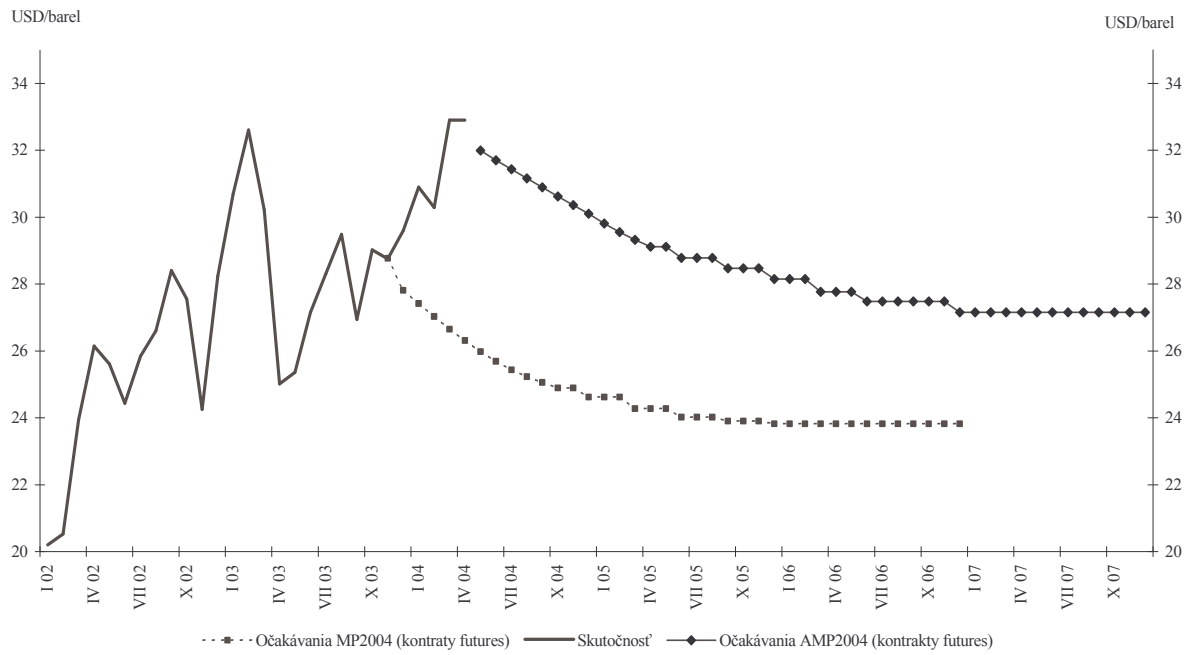
Predpoklady vývoja výmenného kurzu

V porovnaní s Menovým programom, Aktualizovaný menový program zohľadňuje doterajší vývoj výmenného kurzu koruny voči euru. V strednodobom horizonte je možné, vzhľadom na predpokladaný vývoj ekonomických fundamentov očakávať postupnú apreciáciu rovnovážneho reálneho výmenného kurzu. Pre krížový kurz dolára a eura používa AMP predpoklady Consensus Forecast (upravené), t.j. v roku 2004 a 2005 počíta s výmenným kurzom 1,25 USD/EUR a v roku 2006 s výmenným kurzom 1,22 USD/EUR. Predpoklad na rok 2007 nie je súčasťou Consensus Forecast, AMP počíta s rovnakou úrovňou krížového kurzu ako v roku 2006.

Predpoklady vývoja cien ropy na svetových trhoch

Predpoklad ceny ropy je založený na očakávaní trhu z hodnôt futures kontraktov. Na základe týchto hodnôt sa očakáva, že priemerná cena ropy od mája až do decembra roku 2004 dosiahne 31 USD/b. V roku 2005 by mala priemerná cena ropy dosiahnuť 29 USD/b a v roku 2006 by sa mala znížiť na 27 USD/b. Vzhľadom na to, že pre rok 2007 nie sú hodnoty futures kontraktov dostupné, použila sa rovnaká priemerná cena ako v roku 2006 (27 USD/b).

Očakávaná cena ropy



2. Rok 2003

2.1 Inflácia

Na medziročnej báze dosiahla v roku 2003 dynamika celkovej inflácie 9,3% a jadrová inflácia hodnotu 3,0%, čo predstavuje hodnoty v rámci programového pásma Aktualizovaného menového programu NBS na rok 2003.

Na cenový vývoj v roku 2003 vplývali hlavne domáce nákladové faktory. Celkový cenový vývoj bol ovplyvnený administratívnymi opatreniami, keď v januári došlo k rastu regulovaných cien a spotrebných daní, ako aj k zmene sadzieb DPH a v auguste k opätovnému zvýšeniu spotrebných daní. Podiel administratívnych opatrení na celkovom náraste cien predstavoval viac ako 75%. Tieto opatrenia (predovšetkým rast cien energií) sa prejavili ako sekundárny efekt vo výraznejšom náraste cien trhových služieb. Ďalším domácim faktorom, ktorý ovplyvnil cenovú hladinu, bolo zrýchľovanie dynamiky cien potravín.

Vplyv externých faktorov pôsobil tlmiaco na cenovú hladinu. Posilňovanie výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru, ako aj americkému doláru sa prejavilo v cenách pohonných hmôt. Vývoj kurzu slovenskej koruny mal dopad na cenovú hladinu aj vo forme nízkej dovezenej inflácie, čo sa odrazilo v pomalejšej dynamike cien obchodovateľných tovarov.

Vývoj spotrebiteľských cien v roku 2003

(%)

		MP 2003	AMP 2003	odhad 2003 ¹	skutočnosť 2003
Celková inflácia	medziroč. miera	8,7 (7,7 – 9,7)	9,1 (8,4 – 9,7)	9,4	9,3
	priem. medziroč. miera	8,8 (8,2 – 9,3)	8,1 (8,3 – 8,8)	8,5	8,5
Jadrová inflácia	medziroč. miera	3,9 (2,7 – 5,0)	2,8 (2,1 – 3,6)	3,1	3,0
	priem. medziroč. miera	.	.	2,7	2,6
Čistá inflácia bez pohonných hmôt	medziroč. miera	.	.	3,4	3,8
	priem. medziroč. miera	.	.	.	3,9

¹ odhad v rámci MP 2004

2.2 Ceny výrobcov

Ceny priemyselných výrobcov sa v priemere za rok 2003 zvýšili o 8,3%, čo v porovnaní s AMP 2003 aj ich odhadom v rámci menového programu na rok 2004 predstavovalo mierne rýchlejšie rast. Tento vývoj súvisel predovšetkým s výraznejším zvýšením cien nerastných surovín, pravdepodobne z dôvodu vyšších energetických nákladov (uvedená subkategória nie je z dôvodu nízkej váhy zahrňovaná do predikcií NBS). Vývoj cien produktov priemyselnej výroby a cien elektrickej energie, plynu, pary a teplej vody bol takmer zhodný s ich predpokladaným vývojom v AMP 2003.

Vývoj cien priemyselných výrobcov v roku 2003

(index, ROMR=100)

	MP 2003	AMP 2003	odhad 2003*	skutoč. 2003
Priemerný ročný index	105,9	108,0	108,0	108,3
z toho:				
- produkty priemyselnej výroby	.	102,6	102,5	102,6
- elektrická energia, plyn, para, tep. voda	.	117,8	117,8	117,9

* odhad v rámci MP 2004

2.3 Platobná bilancia

Bežný účet platobnej bilancie dosiahol v roku 2003 deficit vo výške 10,2 mld. Sk (0,9% z HDP) a bol nižší v porovnaní s prognózovanou hodnotou NBS v AMP.

Platobná bilancia 2003 v mld. Sk	2003– MP	2003– AMP	2003 -odhad	2003
Obchodná bilancia	-85,0	-65,0	-38,2	-23,6
Bilancia služieb	8,0	6,0	10,3	8,6
Bilancia výnosov	-16,1	-4,9	-4,1	-4,4
Bežné transfery	8,0	4,0	8,7	9,2
Bežný účet	-73,1	-53,9	-23,3	-10,2
Kapitálové transfery	8,0	6,0	4,5	3,7
Priame investície	41,0	43,4	41,9	30,6
Portfóliové investície	16,0	7,0	-4,3	-21,5
Ostatný dlhodobý kapitál	-31,5	-15,9	-18,2	-15,0
Kapitálový a finančný účet	41,2	62,1	61,4	64,5
Zmena rezerv (-,vzrast)	31,0	-8,2	-38,1	-52,4

Rozdielny vývoj v porovnaní s predikciou NBS v AMP zaznamenala najmä obchodná bilancia.

Vývoj zahraničného obchodu ovplyvnil vysoký rast vývozu. Rozdiely v tempe rastu vývozu 11,2% (AMP) a 23,1% (skutočnosť) sa prejavili hlavne v skupine strojov a dopravných zariadení. V súvislosti s vyššou výrobou a vývozom cenovo náročnejších typov vozidiel, ako aj ďalších komponentov vrátane karosérií, došlo v skupine dopravných prostriedkov k vyššiemu vývozu oproti predpokladom z AMP o viac ako 40%. Vyššia dynamika vývozu sa následne odrazila aj vo vyššej dynamike dovozu 5,6% (AMP) a 10,5% (skutočnosť). Zvýšený dovoz, ktorý bol vyvolaný v súvislosti s rastom vývozu automobilového priemyslu, sa odrazil hlavne v skupine strojov a dopravných prostriedkov. V ostatných položkách bežného účtu došlo k miernejším posunom, s výnimkou bežných transferov, kde sa v roku 2003 na rozdiel od predikcie, ktorá vychádzala z vývoja tejto položky v predchádzajúcich rokoch, realizovali nižšie platby do zahraničia, a to ako fyzických, tak aj právnických osôb.

Kapitálový a finančný účet platobnej bilancie skončil v roku 2003 prebytkom vo výške 64,5 mld. Sk a zostal na úrovni hodnôt z AMP.

V jeho štruktúre sa rozdielny vývoj prejavil hlavne v portfóliových investíciách. Zvýšený odlev sa realizoval z titulu nákupu zahraničných cenných papierov zo strany komerčných bánk a súvisel s prílevom zahraničných krátkodobých zdrojov. Priame investície dosiahli výšku 30,6 mld. Sk a ich nižší prílev bol spôsobený presunom niektorých rozpracovaných projektov do nasledujúceho roku.

Po očistení kapitálový a finančný účet nepokrýval deficit bežného účtu. Tento rozdiel bol financovaný znížením devízových aktív obchodných bánk, ktoré si v súvislosti s apreciačnými očakávaniami a za účelom zvýšenia ziskovosti skracovali devízovú pozíciu.

Na vyšší prílev zdrojov do sektora vlády a NBS malo vplyv niekoľko faktorov (deblokácie, intervencie, čerpanie pôžičky vlády a repo operácie), ktorých výška sa prejavila vo vyššom raste devízových rezerv NBS.

Stav devízových rezerv NBS k 31. 12. 2003 dosiahol 12,1 mld. USD t.j. 9,7 mld. EUR. Ich výška postačovala na pokrytie 5,7-násobku priemerného mesačného dovozu tovarov a služieb v roku 2003.

Zahraničný dlh dosiahol v roku 2003 výšku 18,3 mld. USD, t.j. 14,6 mld. EUR. Zvýšenie zahraničnej zadlženosti oproti AMP (13,5 mld. USD a 12,8 mld. EUR) bolo spôsobené dvoma faktormi. Vyšší rozdiel medzi čerpaním a splácaním bol dôsledkom zvýšeného prílevu krátkodobých pasív komerčných bánk (transakcie medzi materskými a dcérskymi bankami v rámci stratégie pobočiek zahraničných bánk v súvislosti s výhodnejšími úrokovými sadzbami) a vyšším prílevom v dôsledku realizácie repo operácií NBS. Zhodnotenie kurzu SKK/USD z predpokladaných 39,5 na 32,9 bol ďalším faktorom, ktorý vplýval na výšku zahraničného dlhu hlavne v USD (2,8 mld. USD).

2.5 Hrubý domáci produkt

Rast HDP v roku 2003 o 4,2% v stálych cenách dosiahol približne stred prognózovaného intervalu AMP na rok 2003, ktorý predpokladal reálny rast ekonomiky v rozmedzí 3,9-4,4%.

Aktualizovaný menový program očakával kladný príspevok tak domáceho, ako aj zahraničného dopytu k ekonomickému rastu¹. V skutočnosti k reálnemu ekonomickému rastu v roku 2003 prispel výlučne zahraničný dopyt pri poklese domáceho dopytu. Medziročný rast zahraničného dopytu dosiahol 22,6% v stálych cenách, čo bol najrýchlejší rast od roku 1994. Domáci dopyt sa v roku 2003 medziročne znížil v reálnom vyjadrení o 2,3%, keď jeho vývoj bol ovplyvnený poklesom tvorby hrubého kapitálu, konečnej spotreby domácností a najmä úbytkom zásob. Pokles domáceho dopytu bol zmiernený rastom konečnej spotreby verejnej správy a neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam.

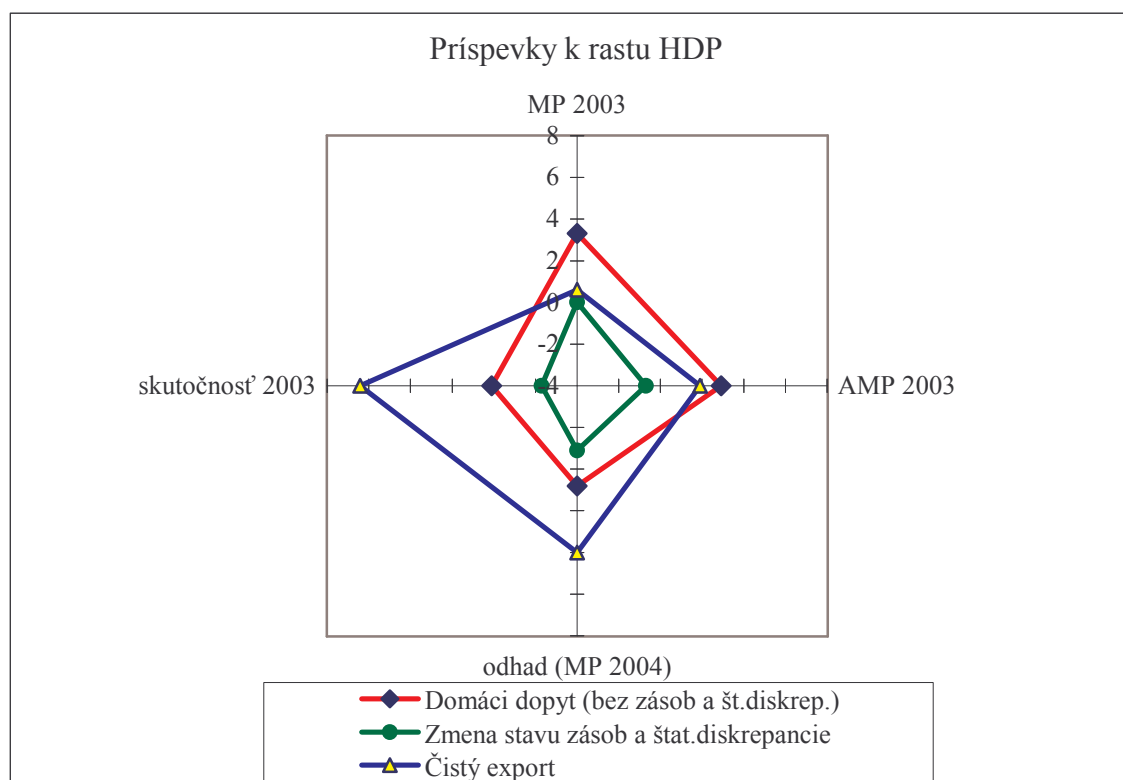
¹ Porovnávať skutočný vývoj HDP v roku 2003 s jeho prognózou v MP 2003, AMP 2003 i odhadom v rámci MP 2004 možno len rámcovo, nakoľko v decembri 2003 (po schválení MP 2004) bol revidovaný celý časový rad údajov HDP za roky 1993-2003. Revíziou, v súlade s ďalším stupňom implementácie metodiky národných účtov ESA 95, sa zmenili tak tendencie vývoja jednotlivých zložiek HDP, ako aj ich váhy v štruktúre HDP.

Vývoj HDP v roku 2003

(s.c., medziročná zmena v %)

	MP 2003	AMP 2003	odhad 2003*	skutoč. 2003
HDP v s.c. 1995 - interval	3,7 – 4,1	3,9 – 4,4	x	x
- stred intervalu	3,9	4,1	3,9	4,2
Domáci dopyt	3,2	2,1	-0,1	-2,3
Čistý vývoz	x	x	x	x
Vývoz výrobkov a služieb	5,9	7,6	19,2	22,6
Dovoz výrobkov a služieb	5,0	5,0	13,5	13,8

* odhad v rámci MP 2004



Najväčší posun (zvýšenie príspevku) v štruktúre HDP v porovnaní s očakávaniami NBS z roku 2003 (MP, AMP, odhad), ako je zrejme z grafu, zaznamenal čistý export, ktorý zmiernil pokles domáceho dopytu.

2.6 Mzdy a zamestnanosť

Priemerná mesačná nominálna mzda v hospodárstve SR vzrástla v roku 2003 medziročne o 6,3%, reálna mzda sa po raste v predchádzajúcich dvoch rokoch znížila o 2%. Skutočný rast nominálnych i reálnych miezd bol pod spodnou hranicou intervalu AMP 2003. Nižší ako predpokladaný rast nominálnych miezd bol ovplyvnený najmä vývojom v 4. štvrťroku, čo mohlo byť dôsledkom presunu vyplatenia pohyblivých zložiek miezd a odmien do roku 2004. Nasvedčuje tomu nezvykle nízky rast miezd v niektorých odvetviach vo 4. štvrťroku 2003 oproti predchádzajúcim štvrťrokom a porovnateľným obdobiam predchádzajúcich rokov, ako aj vývoj v prvých mesiacoch roka 2004, kedy došlo k výraznejšiemu nárastu miezd.

Produktivita práce (HDP na zamestnanca hospodárstva) sa v roku 2003 medziročne zvýšila v bežných aj stálych cenách. Dosiahnutý rast nevytváral priestor pre vznik inflačných tlakov, nakoľko rast produktivity v bežných cenách (8,2%) bol rýchlejší ako rast nominálnych miezd o 1,9 percentuálneho bodu. Reálna produktivita práce svojím rastom o 3,4% predstihla rast reálnych miezd o 5,4 percentuálneho bodu. Jej vývoj bol takmer v súlade s prognózou v AMP 2003.

Podľa štatistického výkazníctva zamestnanosť v roku 2003 vzrástla oproti predchádzajúcemu roku o 0,8%, čo bol rýchlejší rast oproti očakávaniam v AMP 2003. Jej vývoj ovplyvnil predovšetkým rýchly rast zamestnanosti v službách, najmä vo finančnom sprostredkovaní, verejnej správe, obrane a povinnom sociálnom zabezpečení, v odvetvi nehnuteľnosti, prenájom a obchodné činnosti, ako aj v stavebníctve.

Nezamestnanosť sa v roku 2003 vyvíjala priaznivejšie v porovnaní s predpokladmi AMP 2003. Miera evidovanej nezamestnanosti ku koncu roka dosiahla 15,6%, kým ku koncu predchádzajúceho roka to bolo 17,4%. Priemerná miera evidovanej nezamestnanosti sa oproti roku 2002 znížila o 2,6 percentuálneho bodu a dosiahla hodnotu 15,2%. K jej poklesu prispeli hlavne administratívne faktory v dôsledku novelizácie zákona o zamestnanosti, ktorý sprísnil podmienky evidencie uchádzačov o zamestnanie, čiastočne k jej poklesu prispelo aj zvyšovanie počtu pracovných príležitostí.

Vývoj trhu práce v roku 2003

(medzir. zmena v %)

	MP 2003	AMP 2003	odhad 2003*	skutoč. 2003
Priemerná mesačná nomin. mzda - interval stred intervalu	9,0 – 11,0 10,0	7,5 – 9,5 8,5	x 6,8	x 6,3
Priemerná mesačná reálna mzda - interval stred intervalu	0,3 – 2,1 1,2	-1,0 až 0,8 -0,1	x -1,6	x -2,0
Produktivita práce z HDP v s.c.	3,4	3,7	3,0	3,4
Reálna produktivita – reálna mzda (p.b.)	2,2	3,8	4,6	5,4
<i>Priemerná miera inflácie – stred intervalu</i>	8,7	8,6	8,5	8,5
Zamestnanosť podľa štatistic. výkazníctva	0,5	0,4	0,9	0,8
Miera evidov. nezam. ku koncu roka (%)	17,75	17,2	.	15,6
Priemerná miera evidov. nezamestnanosti (%)	.	.	15,2	15,2
Priemerná miera nezamestnanosti VZPS (%)	.	.	17,1	17,4

* odhad v rámci MP 2004

2.7 Verejný sektor

Zákon č. 750/2002 Z.z. o štátnom rozpočte na rok 2003 stanovil nasledovné parametre ŠR:

celkové príjmy	235,4 mld. Sk
celkové výdavky	291,4 mld. Sk
schodok štátneho rozpočtu	- 56,0 mld. Sk

Stanovený schodok bol dodržaný pri skutočne dosiahnutých príjmoch 233,1 mld. Sk a výdavkoch 289,1 mld. Sk.

Výpadok daňových príjmov ku koncu roka dosiahol hodnotu 15,5 mld. Sk. Táto skutočnosť bola spôsobená jednak nižšou spotrebou, nahodnotením vplyvu zmeny sadzieb DPH, ale

hlavne novelou zákona o DPH (č. 511/2002 Z.z.), upravujúcej odpočty dane. V dôsledku uvedeného boli k 1. augustu zvýšené sadzby spotrebných daní. Táto úprava však priniesla efekt len vo výške cca 2 mld. Sk.

Výpadok daňových príjmov bol čiastočne kompenzovaný prekročením nedaňových príjmov (o 13,2 mld. Sk). Toto prekročenie bolo dosiahnuté nasledovnými opatreniami:

- použitím štátnych finančných aktív v objeme 4,2 mld. Sk,
- použitím zdrojov z privatizácie 3,3 mld. Sk. Tieto zdroje boli použité na oddĺženie zdravotníckych zariadení prostredníctvom akciovej spoločnosti Veriteľ,
- vysporiadaním spotrebnej dane zo zásoby minerálnych olejov skladovaných Správou štátnych hmotných rezerv (2,4 mld. Sk),
- príjmami z deblokácií (3 mld. Sk).

Schodok verejného rozpočtu na aktuálnom princípe (metodika ESA 95) bol projektovaný na úroveň 57,7 mld. Sk (5% z HDP). V skutočnosti boli dosiahnuté podstatne lepšie výsledky, keď deficit predstavoval len 41,5 mld. Sk (3,5% z HDP). Dôvodom bolo nevyčerpanie prostriedkov na účtoch jednotlivých rezortov a ďalších organizácií (8,3 mld. Sk), ďalej priame šetrenie rozpočtových organizácií (4,5 mld. Sk) a úroky z termínovaného účtu v NBS, určeného na potreby dôchodkovej reformy (3,9 mld. Sk), s ktorými rozpočet nepočítal.

2.8 Menový vývoj a menová politika

NBS počas roka dvakrát znížila svoje hlavné úrokové sadzby, čo v celkovom rozsahu predstavovalo zníženie o 0,5% bodu. Novým nastavením úrokových sadzieb NBS pôsobila predovšetkým na vývoj domáceho dopytu, ktorý bol negatívne ovplyvnený dopadom rozsiahlych administratívnych úprav cien a v ďalšom období sa neočakávalo pôsobenie významnejších rastových impulzov. Pretrvávanie uvedených tendencií by sa mohlo premietnuť do spomalenia tempa hospodárskeho rastu. Zníženie sadzieb by malo viesť k zmierneniu nerovnovážnych tendencií v štruktúre HDP s cieľom udržania jeho rovnovážneho rastu. Zníženie úrokových sadzieb NBS malo za následok aj zmiernenie kladného úrokového diferenciálu, však výraznejšie neznižilo záujem o nákupy slovenských korún.

V roku 2003 prevažovali tlaky na zhodnotenie slovenskej koruny vyvolané priaznivým ekonomickým vývojom, uskutočňovaním zásadných reforiem, zvýšením záujmu zahraničných investorov a zlepšením medzinárodného postavenia krajiny. Intenzita zhodnocovania sa koruny prevyšovala ekonomickými faktormi opodstatnenú mieru apreciácie. NBS tak aktívne intervenovala na devízovom trhu. V medziročnom priemernom vyjadrení sa slovenská koruna v roku 2003 nominálne zhodnotila o 2,8%. Reálne ročné zhodnotenie koruny, merané indexom REER na báze PPI bolo v roku 2003 výrazne vyššie a dosiahlo v decembri 10,8% a na báze PPI manufacturing 4,7%, pričom vykazovalo v priebehu roka výraznejšiu volatilitu (na úrovni od 8,5% do 17,7%, resp. od 3,7% do 11,1%). Prispeli k tomu najmä vysoké deregulácie cien energií a zmeny nepriamych daní v roku 2003. Reálne zhodnotenie koruny mierne prekročilo predpoklady AMP 2003 (cca o 1 percentuálny bod), čo bolo ovplyvnené najmä výraznejším posilnením slovenskej koruny voči USD, než bolo posilnenie mien najvýznamnejších obchodných partnerov SR.

Výkon menovej politiky NBS si aj v roku 2003 zachoval sterilizačný charakter. V porovnaní s rokom 2002, kedy bol vývoj sterilizačnej pozície do značnej miery ovplyvnený privatizačnými aktivitami vlády, možno vývoj sterilizácie v roku 2003

hodnotiť ako vyrovnaný. V priebehu roka nedochádzalo k výrazným výkyvom v objeme sterilizovaných zdrojov, priemerný objem sterilizácie sa pohyboval v intervale od 153 mld. Sk (v januári) do 169 mld. Sk (v auguste) a priemerná ročná úroveň sterilizácie dosiahla 162,7 mld. Sk. Úroveň sterilizačnej pozície NBS voči bankovému sektoru dosiahla k 31. 12. 2003 176,1 mld. Sk, čo v porovnaní s východiskom roka predstavuje prehlbenie o 32 mld. Sk. Dosiahnutá úroveň sterilizácie bola v súlade s očakávaniami AMP.

K základným faktorom prílevu likvidity, a teda aj zvýšenia sterilizačnej pozície NBS v roku 2003, patrili intervencie NBS na devízovom trhu, zamerané proti neprimeranému posilňovaniu slovenskej koruny (prílev likvidity v objeme cca 27 mld. Sk) a januárové zníženie percentuálnej sadzby povinných minimálnych rezerv pre bankový sektor o 1 percentuálny bod (vznik prebytočnej likvidity v objeme 6,5 mld. Sk). Rezervy bankového sektora boli čiastočne zvyšované aj uvoľňovaním privatizačných príjmov zo špecializovaného účtu FNM v NBS (príjem z predaja VSE a doplatky z predaja SPP, ZSE a SSE) a štandardným, viac-menej pravidelne sa opakujúcim uvoľňovaním prostriedkov z okruhu vybraných bilančných účtov v NBS.

Menové agregáty

Vo vývoji peňažnej zásoby M2 došlo v roku 2003 v porovnaní s predchádzajúcim rokom k zmenám v štruktúre jednotlivých komponentov. Na celkovom prírastku M2 v roku 2003 dominovali predovšetkým korunové vklady, zatiaľ čo vývoj vkladov v cudzej mene pokračoval v klesajúcom trende, pretrvávajúcom od 2. polroka 2002. Výraznejšia zmena nastala aj vo vývoji obeživa, ktoré rástlo približne dvojnásobne rýchlejšie ako v roku 2002.

Peňažná zásoba M2 (vo fixnom kurze roku 1993) zaznamenala v decembri 2003 oproti východisku roka celkový nárast o 43,6 mld. Sk a dosiahla 730,0 mld. Sk. V absolútnom vyjadrení bol jej medziročný prírastok o 13,3 mld. Sk vyšší ako v predchádzajúcom roku (30,3 mld. Sk). Medziročná dynamika rastu peňažnej zásoby dosiahla k ultimu roka úroveň 7,1%, pričom jej celoročný priemer (7,3%) bol o 1,2 percentuálne body nižší ako v roku 2002.

V porovnaní s predpokladmi AMP 2003 (10,0%) dosiahla peňažná zásoba M2 v roku 2003 miernejšiu dynamiku, čo bolo ovplyvnené intenzívnejším využívaním alternatívnych možností investovania (predovšetkým do podielových fondov peňažného trhu). Nakoľko pasíva v podobe podielových listov podielových fondov nie sú súčasťou menového agregátu M2, dochádzalo v dôsledku transformácie bankových vkladov do alternatívnych foriem investovania k zmiernovaniu dynamiky rastu peňažnej zásoby (čistá hodnota aktív otvorených podielových fondov pôsobiacich na území SR vzrástla v priebehu roka 2003 približne 2,5-násobne, zo 16 mld. Sk na 40 mld. Sk).

Z pohľadu zdrojov tvorby peňažnej zásoby bol jej prírastok v priebehu roka 2003 determinovaný predovšetkým pôsobením domácich faktorov, najmä pokračujúcim rastom úverov podnikom a obyvateľstvu a zadlženosti verejného sektora. Vzhľadom na útlm privatizačných aktivít vlády sa neopakoval nárazový vplyv prílevu veľkého objemu finančných prostriedkov zo zahraničia.

Celkový objem úverov podnikom a obyvateľstvu (vo fixnom kurze roku 1993) dosiahol k ultimu roka 2003 podľa predbežných údajov 378,0 mld. Sk pri medziročnej dynamike rastu 14,5%. Dynamika úverov predstihla predpoklady AMP a na rýchlejšom raste sa podieľal najmä nárast hypotekárnych úverov obyvateľstvu a úvery čerpané podnikmi v cudzej mene. Atraktivitu úverov v cudzej mene zvyšovali nižšie úrokové náklady, ako aj

očakávaná (a realizovaná) apreciácia slovenskej koruny. Na pokračujúcom rastúcom trende úverových aktivít komerčných bánk sa podieľali predovšetkým korunové úvery poskytnuté obyvateľstvu a úvery v cudzej mene, preferované najmä podnikmi, zatiaľ čo korunové úvery podnikom zaznamenali vzostup až v posledných dvoch mesiacoch roka. V rámci úverov obyvateľstvu dominovali prevažne hypotekárne úvery, ktoré od začiatku roka vzrástli o 13,5 mld. Sk. Ostatné úverové produkty zaznamenali miernejší prírastok.

	%	MP 2003	AMP 2003	skutočnosť
Čisté zahraničné aktíva		-12,3	0,3	-6,6
Čisté domáce aktíva		23,0	15,3	14,6
Domáce úvery		19,4	14,4	16,9
Čistá pozícia verejného sektora		33,4	18,2	20,2
Úvery podnikom a obyvateľstvu		9,3	11,5	14,5
M2		10,0	10,0	7,1

3. Aktualizovaný menový program na rok 2004

3.1 Inflácia

Aktuálny vývoj od začiatku roka

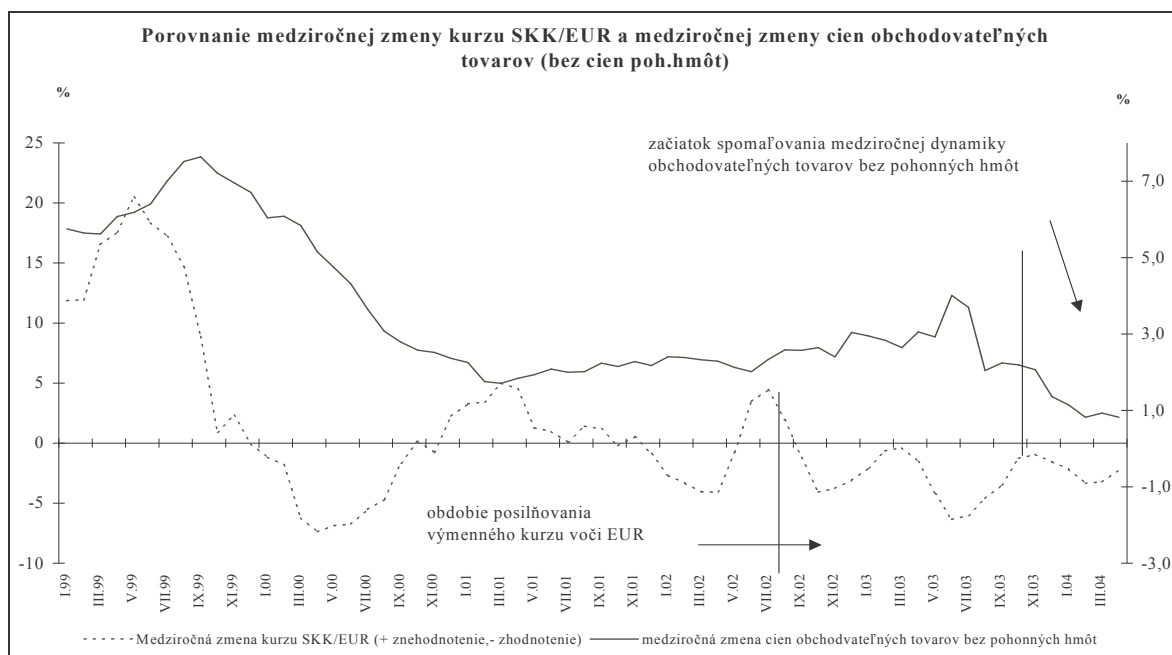
Medziročná miera inflácie v prvých štyroch mesiacoch roku 2004 bola charakterizovaná poklesom jej dynamiky pod úroveň 9%. Spotrebiteľské ceny v apríli medziročne vzrástli o 8,0%, pričom najvyšší rast (14,7%) zaznamenali regulované ceny. Za prvé štyri mesiace dosiahla priemerná medziročná inflácia 8,3%.

Vývoj spotrebiteľských cien bol v prvých mesiacoch roka určovaný hlavne domácimi nákladovými faktormi vo forme zvyšovania regulovaných cien a zmenami sadzieb DPH od januára 2004. Z vonkajších nákladových faktorov bol vývoj spotrebiteľských cien ovplyvnený rastom cien ropy a posilňovaním výmenného kurzu amerického dolára. Cena ropy si v priebehu prvých troch mesiacov roka 2004 udržala hodnoty nad referenčným pásmom združenia krajín OPEC vyvážajúcich ropu (priemerná cena za prvé štyri mesiace predstavovala 31,8 USD/barel).

Hodnota jadrovej inflácie na medziročnej báze dosiahla v apríli 2,6%, čo bolo v hornej polovici programového pásma. Hlavným dôvodom bola metodická zmena, keď výška povinného zmluvného poistenia osobných motorových vozidiel prestala byť od januára regulovaná a došlo k jej presunu zo sektora regulovaných cien do cien trhových služieb. Bez tohto efektu by hodnota jadrovej inflácie bola v dolnej polovici programového pásma. Pomalšia dynamika jadrovej inflácie, očistenej od metodickej zmeny preradenia povinného zmluvného poistenia, oproti očakávaniu v menovom programe bola spôsobená pomalším tempom rastu cien v jej niektorých sektoroch (potraviny a obchodovateľné tovary).

Vo vývoji cien potravín sa prejavuje dlhodobý pokles cien mäsa a výraznejší sezónny pokles cien ovocia.

V sektore obchodovateľných tovarov boli ceny tlmené na jednej strane nízkym rastom reálnych miezd a vyššími výdavkami domácností na služby spojené s bývaním a na druhej strane nízkou dovezenou infláciou, posilňovaním výmenného kurzu a pretrvávajúcim silným konkurenčným prostredím. Aj napriek zrýchľujúcemu sa rastu cien pohonných hmôt tak v prvých mesiacoch roka dochádzalo k spomaľovaniu medziročnej dynamiky cien obchodovateľných tovarov nielen v dôsledku uvedených faktorov, ale pravdepodobne aj v dôsledku dlhodobého posilňovania výmenného kurzu koruny. Efekt dlhodobého posilňovania výmenného kurzu koruny na dynamiku obchodovateľných tovarov je znázornený v nasledujúcom grafe.



Nižší rozsah deregulácií administratívnych cien v roku 2004 oproti predchádzajúcemu roku sa prejavil v spomalení medziročnej dynamiky cien trhových služieb. V prvých štyroch mesiacoch sa zatiaľ prejavili sekundárne efekty zvyšovania regulovaných cien v rozsahu predpokladanom menovom programom (ide predovšetkým o služby spojené s bývaním a služby hotelov, kaviarní a reštaurácií).

Predpoklady aktualizovaného menového programu a očakávaný vývoj do konca roka

Predikcia inflácie na rok 2004 v AMP vychádza z aktualizovaného odhadu ceny ropy, výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru a amerického dolára voči euru.

Pokiaľ ide o štruktúru inflácie, v oblasti **administratívnych opatrení** sa v aktualizovanej predikcii inflácie na rok 2004 neočakávajú oproti MP 2004 žiadne výrazné zmeny regulovaných cien. Rovnako ako v menovom programe, aj v jeho aktualizácii sa očakáva len mierne zvýšenie spotrebných daní na tabak a tabakové výrobky (tieto vzrástli od mája 2004 o 1,9% v prípade krátkych cigariet a o 1,7% v prípade dlhých cigariet) s dopadom na celkovú infláciu 0,1 percentuálneho bodu. V priebehu roka by mal zaniknúť efekt zvyšovania spotrebných daní v auguste predchádzajúceho roka a s ním spojený efekt špekulatívneho zvyšovania cien cigariet. Oproti hodnotám z menového programu dynamika **regulovaných cien** by však mala byť nižšia z dôvodu spomínaného presunu povinného zmluvného poistenia z regulovaných cien do trhových služieb.

V rámci základnej štruktúry **jadrovej inflácie** aktualizovaná predikcia zohľadňuje metodickú zmenu preradenia povinného zmluvného poistenia osobných motorových vozidiel z regulovaných cien do trhových služieb, čo znamená zvýšenie hodnôt programového pásma oproti predpokladom z menového programu.

V znížení očakávanej dynamiky cien **potravín** v aktualizovanom menovom programe oproti predpokladom z menového programu sa prejavil predovšetkým pomalší rast ich cien v prvých mesiacoch roku 2004. Ostatné predpoklady z menového programu, ktoré by mali ovplyvniť vývoj cien potravín v tomto roku, ostávajú zachované.

Rovnako ako menový program na rok 2004, aktualizovaný menový program predpokladá, že vývoj cien **obchodovateľných tovarov** by mal byť ovplyvnený nízkym rastom cien samotných obchodovateľných tovarov bez cien pohonných hmôt, kde sa naďalej bude prejavovať vplyv nízkej dovezenej inflácie a rozvinutého konkurenčného prostredia podporeného aj vstupom do EÚ. V porovnaní s MP 2004 ceny pohonných hmôt by sa mali udržiavať na vyšších úrovniach v dôsledku vysokej ceny ropy na svetových trhoch (ktorá by sa mala až do konca roka pohybovať nad úrovňou 30 USD/barel). Medziročná dynamika obchodovateľných tovarov by mala v letných mesiacoch dosiahnuť veľmi nízke hodnoty vplyvom tzv. bazického efektu, keď pred rokom došlo k výraznému špekulatívnemu nárastu cien cigariet pred zvýšením spotrebných daní od augusta predchádzajúceho roka. Ceny obchodovateľných tovarov na medziročnej báze ku koncu roka by mali byť v rámci programového pásma MP 2004.

Do **cien trhových služieb** sa premietlo preradenie povinného zmluvného poistenia z regulovaných cien, čo spôsobilo, že aktualizovaná očakávaná trajektória ich vývoja je nad pôvodným programovým pásmom z menového programu. Vo vývoji cien trhových služieb do konca roka by sa už nemali výraznejšie prejavovať sekundárne nákladové tlaky, v súlade s čím ich ďalší rast by mal byť stabilizovaný a dynamika ich rastu na medziročnej báze by mala mierne klesať.

Vzhľadom na cenový vývoj od začiatku roka a pôsobenie vyššie uvedených faktorov je predpoklad, že celková inflácia môže v roku 2004 dosiahnuť hodnoty v rámci programového pásma MP 2004 a jadrová inflácia v roku 2004 by mohla dosiahnuť hodnoty v hornej polovici programového pásma MP 2004. Vzhľadom na známy vývoj v prvých mesiacoch roka došlo v prípade celkovej inflácie k zúženiu hraníc programového intervalu. V prípade jadrovej inflácie je posun programového intervalu smerom nahor dôsledkom metodologickej zmeny, presunu povinného zmluvného poistenia z regulovaných cien do trhových služieb. Užší interval jadrovej inflácie oproti menovému programu súvisí, rovnako ako v prípade celkovej inflácie, so zohľadnením jej skutočného vývoja v prvých mesiacoch roka.

Podľa aktualizovanej predikcie jadrová inflácia by mohla dosiahnuť v decembri 2004 hodnotu v pásme 1,9-3,4%. Celková inflácia sa môže ku koncu roka pohybovať v intervale 5,7-7,0%, čomu zodpovedá priemerná inflácia v pásme 7,3-7,7%. Čistá inflácia bez pohonných hmôt by sa mala pohybovať na konci roka v pásme 2,6-3,4%.

Predikcia vývoja spotrebiteľských cien na rok 2004 (%)

		skutoč. 2003	MP 2004	AMP 2004 ¹
Celková inflácia	medziroč. miera	9,3	6,4 (5,5 – 7,3)	6,4 (5,7 – 7,0)
	priem. medziroč. miera	8,5	7,7 (7,2 – 8,2)	7,5 (7,3 – 7,7)
Jadrová inflácia	medziroč. miera	3,0	2,3 (1,2 – 3,5)	2,7 (1,9 – 3,4)
	priem. medziroč. miera	2,6	2,4 (1,8 – 3,0)	2,7 (2,4 – 3,0)
Čistá inflácia bez pohonných hmôt	medziroč. miera	3,8	2,3 (1,7 – 2,8)	3,0 (2,6 – 3,4)
	priem. medziroč. miera	3,9	2,5 (2,1 – 2,8)	3,2 (3,0 – 3,3)

¹ prognóza na základe aktuálneho vývoja do apríla

Riziká vývoja inflácie

Rizikom odhadu inflácie na rok 2004 by mohli byť prípadné výkyvy výmenného kurzu koruny. Výraznejší pohyb kurzu, jeho zhodnotenie alebo znehodnotenie, by mohol ovplyvniť cenový rast predovšetkým v obchodovateľnom sektore.

Ďalším rizikom môže byť vývoj ceny ropy, keď možný prebytok v letných mesiacoch by mohol spôsobiť prepad jej ceny, čo by sa následne mohlo premietnuť v nižšom raste spotrebiteľských cien, najmä vplyvom nižších cien pohonných hmôt. Naopak, zvýšený dopyt po rope v súvislosti s možným oživením svetovej ekonomiky, výrazný rast dopytu po komoditách v Číne, znižovanie ťažby zo strany krajín OPEC a zhoršenie situácie v Iraku by mohli spôsobiť jej ďalší rast s následným premietnutím do vývoja spotrebiteľských cien.

V cenách potravín môže riziko predstavovať iný ako očakávaný dopad prijatia spoločnej poľnohospodárskej politiky a jej rozloženie do rokov 2004 a 2005. Ak efekt prijatia spoločnej poľnohospodárskej politiky sa prejaví len v tomto roku a výraznejšie zvýši tempo rastu cien potravín, v nasledujúcom roku by sa to malo prejavovať naopak, spomalením ich medziročnej dynamiky.

Určitú mieru rizika môže predstavovať aj vysoký nárast miezd, nekrytý rastom produktivity práce s možnými dopytovými tlakmi na ceny trhových služieb a čiastočne aj obchodovateľných tovarov.

3.2 Ceny výrobcov

Aktuálny vývoj od začiatku roka

Za prvé tri mesiace roku 2004 vzrástli ceny priemyselných výrobcov v medziročnom porovnaní v priemere o 3,0%, v dôsledku rastu cien elektrickej energie, plynu, pary a teplej vody o 5,0% a cien produktov priemyselnej výroby o 1,2%. Doterajší vývoj cien produktov energetického priemyslu je v súlade s očakávaniami v MP 2004, mierne odchylenie smerom nahor však zaznamenali ceny produktov priemyselnej výroby. Príčin je niekoľko. V cenách potravinárskych výrobkov sa začínajú negatívne prejavovať dôsledky nižšej úrody vplyvom nepriaznivého počasia v roku 2003, o niečo rýchlejšie v porovnaní s očakávaniami NBS rástli aj ceny produktov chemického a kovospracujúceho priemyslu v nadväznosti na rast cien týchto produktov na svetových trhoch. Z pohľadu vonkajších nákladových faktorov mal na cenový vývoj v priemyselnej výrobe vplyv rast ceny ropy na svetových trhoch, ktorý nebol v dostatočnej miere kompenzovaný pokračujúcim znehodnocovaním americkej meny voči euru a slovenskej korune.

Predpoklady aktualizovaného menového programu a očakávaný vývoj do konca roka

Predikcia cien výrobcov na rok 2004 vychádza z aktualizovaných predpokladov vývoja ceny ropy a výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru a americkému doláru. Predpoklady ohľadom vývoja cien potravinárskych výrobkov sú zhodné s predpokladmi prognózy spotrebiteľských cien potravín (vplyv Spoločnej poľnohospodárskej politiky a nízkej úrody obilnín v roku 2003), očakáva sa však ich mierne výraznejší dopad na cenový vývoj v spracovateľskom priemysle v porovnaní s konečnými cenami pre spotrebiteľov.

Vplyv vyššie uvedených východísk AMP 2004 by sa mal, v porovnaní s MP 2004, prejavíť v rýchlejšej dynamike cien produktov priemyselnej výroby a následne aj celkových cien v priemysle.

Predikcia vývoja cien priemyselných výrobcov na rok 2004 (index, ROMR=100)

	skutoč. 2003	MP 2004	AMP 2004				rok
			skutoč. 1.Q	2.Q	3.Q	4.Q	
Priemerný ročný index z toho:	108,3	102,4	103,0	102,5	103,2	103,5	103,0
- produkty priemyselnej výroby	102,6	101,4	101,2	101,6	102,9	103,4	102,2
- elektrická energia, plyn, para, tep. voda	117,9	104,2	105,0	103,7	103,6	103,7	104,2

Riziká vývoja cien výrobcov

Medzi riziká vývoja cien priemyselných výrobcov možno zaradiť 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 druhej strane, v prípade zvýšeného rastu dopytu po rope v dôsledku hospodárskej konjunktúry vo svete môže cena ropy presiahnuť úroveň predpokladanú v MP 2004.

K ďalším rizikám patrí výraznejšie zhodnocovanie, resp. znehodnocovanie amerického dolára voči euru a tým aj voči slovenskej mene a výraznejšie zhodnocovanie, resp. znehodnocovanie slovenskej meny voči euru.

Rizikový môže byť aj vývoj cien potravinárskych výrobkov, kde môže dôjsť k odlišnému vývoju z dôvodu nenaplnenia očakávaných dopadov prijatia Spoločnej poľnohospodárskej politiky na ich ceny, ako aj z dôvodu nepredvídateľných zmien klimatických podmienok.

3.3 Zahraničná oblasť

3.3.1 Platobná bilancia

Menový program na rok 2004 predpokladal deficit bežného účtu vo výške 30,4 mld. Sk a prílev zdrojov na kapitálovom a finančnom účte vo výške 66,0 mld. Sk.

Aktualizácia predikcie platobnej bilancie na rok 2004 vychádza z dodatočných informácií zohľadňujúcich jej vývoj v roku 2003 a zo začiatku roku 2004, ako aj metodických zmien vo vykazovaní príspevkov z a do ES, ktoré sa rozdelili medzi kapitálové a bežné transfery.

Vývoj jednotlivých položiek bežného účtu v roku 2003 a v prvých mesiacoch roku 2004 vytvára predpoklady pre zníženie deficitu bežného účtu z 30,4 mld. Sk na 15,7 mld. Sk. Uvedené zníženie by malo byť spôsobené hlavne poklesom deficitu obchodnej bilancie, pričom zmeny v ostatných položkách bežného účtu budú objemovo menej významné a budú mať protichodný charakter (pokles prebytku bilancie služieb bude z veľkej časti kompenzovaný rastom bežných transferov z titulu presunu časti prostriedkov z ES do tejto kategórie). Naplnenie uvedených predpokladov by mohlo viesť k zníženiu deficitu bežného účtu v porovnaní s MP o 14,7 mld. Sk a jeho podielu na HDP o 1,1 percentuálneho bodu.

Prebytok kapitálového a finančného účtu by mal oproti MP poklesnúť o 16,4%. Okrem nižšieho prílevu do podnikového sektora, ktorý vychádza z poklesu deficitu bežného účtu, sa bude realizovať aj mierny pokles prílevu do sektora vlády a NBS (tretia tranža pôžičky od Svetovej banky bola čerpaná koncom roka 2003, pričom v MP sa predpokladalo, že bude čerpaná až v roku 2004).

Položky bežného účtu v mld. Sk	2004 – MP	2004 – AMP
Obchodná bilancia	-46,1	-32,0
Vývoz	840,3	867,6
Dovoz	886,4	899,6
Bilancia služieb	12,9	9,7
Bilancia výnosov	-3,2	-3,6
<i>z toho: bilancia úrokov</i>	-17,2	-17,6
Bežné transfery	8,0	10,2
Bežný účet	-30,4	-15,7
Podiel BÚ na HDP v %	-2,3	-1,2

Napriek tomu, že tempo rastu vývozu kleslo v 1. štvrtroku oproti roku 2003 o takmer 10 percentuálnych bodov, jeho výška stále dosahuje dvojcifernú hodnotu. Pokračovanie v uvedených tempách rastu, by pri zohľadnení sezónnych vplyvov mohlo viesť k dosiahnutiu mierne vyššieho celoročného objemu vývozu, ako bol prezentovaný v MP a rastu jeho tempa zo 7,1% na 8,0%. Rast vývozu ovplyvní aj rast dovozu, ktorého predpokladané tempo sa zvýši zo 7,7% na 8,8%. Zohľadnenie vývoja vývozu a dovozu spôsobí pokles deficitu obchodnej bilancie na hodnotu 32,0 mld. Sk.

Vývoz v mld. Sk	2004 – MP	2004 – AMP
Hotové výrobky	116,9	117,9
Stroje a dopravné zariadenia	421,1	444,7
Polotovary	253,2	253,6
Suroviny	49,1	51,4
Celkom	840,3	867,6

Predpoklad, že celkový rast vývozu by mal byť sústredený do rastu vývozu strojov a dopravných zariadení, zostal nezmenený, pričom došlo k miernej korekcii v odhade vývozu tejto skupiny, ktorá zohľadňuje zmenu sortimentnej skladby výroby motorových vozidiel so zameraním na terénne vozidlá.

Dovoz v mld. Sk	2004 – MP	2004 – AMP
Hotové výrobky	192,3	191,7
Stroje a dopravné zariadenia	324,7	329,7
Polotovary	263,9	266,2
Suroviny	105,5	112,0
Celkom	886,4	899,6

Mierne vyšší objem dovozu oproti MP vychádza z predpokladaného vývoja vývozu, hlavne v skupine strojov a dopravných zariadení a dovozu surovín, ktorý odráža vyššiu cenu ropy (30 USD za barel).

Aktualizovaný menový program nepredpokladá výraznejšie zmeny tendencií jednotlivých položiek bilancie služieb a bilancie výnosov. Mierny pokles bilancie služieb zohľadňuje nepriaznivý vývoj v oblasti príjmov cestovného ruchu, ktorý naštartoval v druhom polroku 2003 a pokračuje aj začiatkom roku 2004. Jednou z príčin nižších príjmov od zahraničných

turistov, môže byť okrem poklesu ich počtu aj pokračujúca apreciacia kurzu Sk voči ostatným menám, čo v prípade výraznejšieho zhodnocovania domácej meny a pri nezmenených ostatných podmienkach môže viesť v nasledujúcich rokoch aj k poklesu príjmov zo zahraničného cestovného ruchu.

Vyššie bežné transfery oproti MP sú spôsobené aplikáciou inštrukcie Európskej komisie o rozdelení transferov príjmov z ES a príspevkov do ES medzi kapitálové a bežné transfery. Navýšenie bežných transferov spôsobí z uvedeného dôvodu zníženie kapitálových transferov.

V dôsledku uvedených zmien by mal podiel deficitu bežného účtu na HDP dosiahnuť 1,2% (v porovnaní s 2,3% z MP).

Aktualizovaná predikcia kapitálového a finančného účtu predpokladá prebytok vo výške 66,0 mld. Sk (MP predpokladal prebytok 55,2 mld. Sk)

Položky KFÚ v mld. Sk	2004 – MP	2004 – AMP
Kapitálové transfery	10,0	7,0
Priame investície	53,2	50,9
v SR	55,0	52,7
PZI – komerčný sektor	38,0	40,0
PZI – oficiálny sektor	17,0	12,7
Portfóliové investície	-3,2	-2,5
Ostatný dlhodobý finančný účet	18,0	4,7
Pasíva	18,0	8,1
<i>Vláda + NBS</i>	22,6	19,2
<i>Komerčné banky</i>	-1,0	-0,5
<i>Podniky</i>	-3,6	-10,6
Krátkodobý finančný účet	-12,0	-4,9
Kapitálový a finančný účet	66,0	55,2

Vyfinancovanie záporného salda bežného účtu by malo byť zabezpečované hlavne priamymi investíciami a kapitálovými fondmi. V roku 2004 by čisté príjmy (rozdiel príspevkov z rozpočtu a fondov ES a do rozpočtu ES) mali dosiahnuť približne 7,0 mld. Sk. Vzhľadom na skutočnosť, že v roku 2004 budú dobiehať predvstupové fondy, väčšia časť čistých príjmov bude sústredená v kapitálových fondoch.

Významnú úlohu v príleve zdrojov v roku 2004 by mali v súlade s MP zohrávať 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 (stavebné práce). Nižší prílev PZI v rámci privatizácie prostredníctvom FNM súvisí s privatizáciou Paroplynového cyklu domácim investorom, pričom MP vychádzal s jeho predajom zahraničnému investorovi.

Výška portfóliových investícií je do veľkej miery závislá od stratégie komerčných bánk a čiastočne aj podnikového sektora, investovať svoje voľné zdroje do širokej škály nástrojov (zatiaľ čo vklady v zahraničí sú súčasťou krátkodobého kapitálu, obligácie a zmenky a nástroje peňažného trhu spadajú do kategórie portfóliové investície).

Prílev ostatného kapitálu sa oproti menovému programu znížil o 13,3 mld. Sk. V rámci ostatného dlhodobého kapitálu na strane pasív došlo k najvýraznejšej zmene v podnikovom sektore. Nižší prílev dlhových zdrojov do komerčného sektora oproti MP bol vyvolaný poklesom deficitu bežného účtu platobnej bilancie, a teda nižšou potrebou jeho financovania.

Upravená platobná bilancia v mld. Sk	MP – 2004	AMP - 2004
Bežný účet (BÚ)	-29,6	-17,5
Kapitálový a finančný účet (K a FÚ)	40,2	36,0
Priame zahraničné investície (PZI)	38,0	40,0
Intervencie NBS	0,0	-10,1
Zmena ČZA (- nárast)	-10,6	-8,4
Krytie BÚ K a FÚ v %	135,8	205,7
Krytie BÚ PZI v %	128,4	228,6

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 roku 2004 prebytková, t.j. prílev zdrojov do podnikového sektora bude prevyšovať deficit bežného účtu (čistý prílev zdrojov do podnikového sektora bude realizovaný výlučne formou PZI a kapitálových transferov, zatiaľ čo pri finančných úverov splácanie bude prevyšovať čerpanie, resp poskytovanie obchodných úverov bude vyššie ako ich prijímanie) a čisté zahraničné aktíva komerčných bánk budú rásť. Výška čistých zahraničných aktív však bude do veľkej miery závisieť od skutočnosti, či a v akej výške sa bude v nasledujúcich mesiacoch realizovať odpredaj devíz centrálnej banke zo strany komerčných bánk.

Realizované transakcie v sektore vlády a NBS (vrátane doterajšieho nákupu devíz od komerčných bánk) sa prejavujú v raste rezerv NBS o 1,2 mld. USD t.j. o 1,0 mld. EUR. Devízové rezervy ku koncu roka 2004 dosiahnu 13,4 mld. USD a budú postačovať na pokrytie 5,1 mesiaca dovozu tovarov a služieb.

3.3.2 Zahraničná zadlženosť

Pri predikcii vývoja zahraničného dlhu sa vychádzalo z predbežných údajov ku koncu roka 2003 a spresnenia splátok, ako aj dostupných informácií o zámeroch výpožičnej stratégie vlády SR v roku 2004.

V rámci predikcie vývoja zahraničného dlhu a zahraničnej dlhovej služby očakávame v roku 2004 nárast celkového hrubého zadlženia o 0,8 mld. EUR (MP - 0,6 mld. EUR). Zvýšenie zahraničnej zadlženosti oproti roku 2003 bude spôsobené nárastom dlhu vlády a krátkodobého dlhu komerčného sektora, zatiaľ čo dlhodobý dlh komerčného sektora poklesne. Stav celkovej zadlženosti ku koncu roka 2004 sa zvýši na hodnotu 15,4 mld. EUR.

3.4 Hrubý domáci produkt

Predpoklady aktualizovaného menového programu a očakávaný vývoj do konca roka

Prognóza vývoja HDP na rok 2004 v MP 2004 počítala s prorastovým vplyvom domáceho dopytu, kde najmä investičný dopyt mal prispievať k rastu reálneho HDP. Pokiaľ ide o domáci dopyt, predpoklady MP 2004 zostávajú v aktualizovanom menovom programe takmer zachované, keď sa očakáva, že reálny rast ekonomiky v roku 2004 bude ovplyvnený kladným príspevkom domáceho dopytu.

Jednotlivé komponenty domáceho dopytu si pravdepodobne zachovajú trendy vývoja očakávané v menovom programe, pričom v súvislosti s predpokladaným vyšším rastom reálnej mzdy oproti MP 2004 by mohlo dôjsť k rýchlejšiemu oživeniu súkromnej spotreby. Dopyt po fixných investíciách si zachová, v súlade s MP 2004, rastúcu tendenciu. Rásť by mali investície podnikateľského, ako aj verejného sektora, ktoré budú smerovať najmä do prípravy územia na výstavbu automobilových závodov a priemyselných parkov a do pokračujúcej výstavby dopravnej infraštruktúry. Skúsenosti z minulých rokov však poukazujú na pomerne veľkú mieru neistoty pri prognózovaní investičného rozvoja, v dôsledku čoho je očakávaný rast tvorby hrubého fixného kapitálu v AMP v porovnaní s MP 2004 mierne pomalší. V dôsledku vyššie uvedených predpokladov posuny v štruktúre domáceho dopytu v AMP však nie sú významné a nie sú preto dôvodom na zmenu očakávaného vplyvu domáceho dopytu na celkový rast ekonomiky.

Predikcia vývoja bilancie výrobkov a služieb v rámci HDP v MP 2004 predpokladala zmiernenie dynamík rastu vývozov i dovozov na približne polovičnú úroveň v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Na základe vývoja obchodnej bilancie od začiatku roku 2004 možno predpokladať mierne zrýchlenie reálneho rastu vývozu i dovozu výrobkov a služieb, ktorý by mohol dosiahnuť dvojciferné tempá tak vo vývoze, ako aj v dovoze. Skutočný vyšší prebytok čistého exportu v stálych cenách v roku 2003 i priaznivejší odhad vývoja zahraničného obchodu na rok 2004 v porovnaní s predpokladmi MP 2004 sa premietol v očakávanom salde čistého exportu (vrátane vplyvu neevidovanej ekonomiky), ktoré podľa aktualizovanej predikcie by malo dosiahnuť 22,3 mld. Sk v stálych cenách (v MP 2004 to bolo 2,5 mld. Sk). Predpokladaná rýchlejšia dynamika vývozu a dovozu výrobkov a služieb v relatívnom vyjadrení znamená oproti MP 2004 zmenu príspevku čistého exportu k vývoju reálneho HDP z mierne záporného na mierne prorastový.

Mierne zmenené očakávané tendencie vývoja jednotlivých komponentov domáceho dopytu a zvýšený vplyv čistého exportu naznačujú, že rast reálneho HDP v roku 2004 by sa mohol pohybovať na mierne vyšších úrovniach ako v MP 2004, t.j. v intervale 3,8-4,4%. V dôsledku toho dochádza aj k posunu strednej hodnoty prognózovaného intervalu HDP v porovnaní s MP 2004 o 0,1 percentuálneho bodu vyššie na 4,1% v stálych cenách.

Predikcia vývoja HDP na rok 2004

(s.c., medziročná zmena v %)

	MP 2004	skutoč. 2003	AMP 2004
HDP v s.c. 1995 - interval	3,7-4,3	x	3,8 – 4,4
- stred intervalu	4,0	4,2	4,1
Domáci dopyt	4,1	-2,3	4,2
v tom:			
Konečná spotreba spolu	1,8	0,5	2,1
Konečná spotreba domácností	2,0	-0,6	2,5
Konečná spotreba ver. správy	1,0	2,9	0,9
Konečná spotreba nezisk. inštitúcií	6,9	11,9	6,9
Tvorba hrubého kapitálu	9,9	-9,7	10,2
Tvorba hrubého fix. kapitálu	6,1	-1,2	5,9
Čistý vývoz	x	x	x
Vývoz výrobkov a služieb	9,4	22,6	10,0
Dovoz výrobkov a služieb	9,5	13,8	10,2

Pozn.: Východiskom MP 2004 boli údaje o štruktúre HDP pred revíziou. Revidované údaje boli publikované v decembri 2003.

Príspevky komponentov k rastu HDP v stálych cenách (perc. body)

	MP 2004	skutoč. 2003	AMP 2004
HDP v s.c. 1995	4,0	4,2	4,1
Domáci dopyt	4,0	-2,4	4,0
v tom:			
Konečná spotreba spolu	1,3	0,4	1,5
Konečná spotreba domácností	1,0	-0,3	1,3
Konečná spotreba ver. správy	0,2	0,6	0,2
Konečná spotreba nezisk. inštitúcií	0,1	0,1	0,1
Tvorba hrubého kapitálu	2,8	-2,7	2,5
Tvorba hrubého fix. kapitálu	1,7	-0,3	1,5
Čistý vývoz	-0,1	6,4	0,1
Vývoz výrobkov a služieb	8,5	17,8	9,3
Dovoz výrobkov a služieb	-8,6	-11,4	-9,2
Štatistická diskrepancia	0,0	0,2	-0,1

Pozn.: Odchýlky v medzisúčtoch príspevkov jednotlivých komponentov sú vplyvom zaokrúhľovania

Nižšia úroveň deflátoru HDP v roku 2003 v porovnaní s očakávaniami NBS naznačuje miernejší rast celkovej cenovej úrovne, implicitne meranej na makroúrovni v porovnaní s indexom spotrebiteľských cien. S prihliadnutím na predchádzajúci vývoj, ako aj v súvislosti s nižšou mierou očakávanej inflácie na rok 2004 je aktualizovaný medziročný prírastok implicitného deflátoru HDP v roku 2004 v porovnaní s MP 2004 nižší. Objem nominálneho HDP je ovplyvnený revíziou národných účtov, ktorá posunula úroveň HDP v bežných cenách smerom nahor. Po zohľadnení pomalšieho cenového vývoja jeho objem v roku 2004 pravdepodobne dosiahne 1 300 mld. Sk.

HDP v bežných cenách a implicitný deflátor

	MP 2004	skutoč. 2003	AMP 2004
HDP v bežných cenách			
mld. Sk	1 290,0	1 195,8	1 300,0
medziročný rast v %	9,3	9,1	8,7
Implicitný deflátor HDP			
medziročný prírastok v %	5,1	4,7	4,4

Riziká vývoja HDP

Skutočný vývoj konečnej spotreby domácností bude do veľkej miery závisieť od konkrétnych vplyvov ekonomických reforiem (daňovej, dôchodkovej, zdravotníctva) na vývoj hrubého disponibilného dôchodku domácností a jeho použitia. Je pravdepodobné, že určitým skupinám domácností sa zvýšia ich príjmy v dôsledku úprav sadzby dane z príjmu, zavedenia daňového bonusu na deti v rámci politiky podpory rodiny, či zmien dôchodkov. V ďalších typoch domácností môže zjednotená sadzba dane z pridanej hodnoty, upravené sociálne dávky i príspevky do fondov sociálneho zabezpečenia pôsobiť tlmiačo na dynamiku ich konečnej spotreby. Výsledný vplyv na vývoj súkromnej spotreby bude závisieť od času a rozsahu, v ktorom sa prejaví efekty implementovaných ekonomických reforiem. Vývoj konečnej spotreby verejnej správy bude závisieť od naplnenia programovaného deficitu verejných financií.

Prílev priamych zahraničných investícií bude pravdepodobne ovplyvnený úpravami podnikateľského prostredia v okolitých krajinách, ako aj mierou oživenia ekonomického rastu v krajinách eurozóny. Rizikom je aj možné nenaplnenie očakávaného rýchleho rastu investičného dopytu.

Vývoj domáceho dopytu i dynamiku rastu HDP môže ovplyvniť aj odlišný cenový i mzdový vývoj v porovnaní s predpokladmi AMP.

3.5 Mzdy a zamestnanosť

Aktuálny vývoj od začiatku roka

Nominálne mzdy vo vybraných odvetviach hospodárstva SR v priemere za prvé tri mesiace roka rástli pomerne rýchlym tempom, keď ich medziročná dynamika sa pohybovala v rozpätí 8,8% (stavebníctvo) až 21,6% (pošta a telekomunikácie). Na tomto vývoji sa podieľali viaceré faktory. Bol to predovšetkým jednorazový efekt presunu vyplatenia pohyblivých zložiek miezd a odmien z konca roka 2003 do roku 2004 v súvislosti so zavedením rovnej dane, výhodnejšie podmienky pre vyplatenie odchodného pri odchode do dôchodku v zmysle zákona o sociálnom poistení, ktorý začal platiť od 1. januára 2004, ako aj nízka porovnávacia základňa minulého roka vo väčšine hodnotených odvetví. Nízky rast miezd vo väčšine odvetví v roku 2003 pritom nezodpovedal dosiahnutému rastu produktivity práce a priaznivým výsledkom finančného hospodárenia podnikovej sféry, čo podnikateľské subjekty zrejme zohľadnili v úpravách miezd na začiatku tohto roka.

Keďže časť mzdového rastu bola ovplyvnená jednorazovými faktormi, je predpoklad, že v ďalších mesiacoch, kedy vplyvy jednorazových efektov pominú, dynamika rastu nominálnych miezd sa oproti prvým trom mesiacom zmierni.

Reálna mesačná mzda v priemere za január až marec presiahla vo všetkých sledovaných odvetviach úroveň spreď roka. Vývoj reálnych miezd prorastovo ovplyvnili nominálne mzdy, zatiaľ čo medziročná inflácia (oproti rovnakému obdobiu minulého roka vyššia o 0,7 percentuálneho bodu) pôsobila na reálne mzdy tlmiaco.

Diferencovane sa od začiatku roka vyvíjala relácia medzi mzdami a produktivitou práce z tržieb za vlastné výkony a tovar. Priaznivý vývoj bol v odvetviach priemysel, maloobchod a doprava, kde produktivita práce rástla rýchlejšie ako mzdy, zatiaľ čo v ostatných odvetviach rast miezd predstihol vývoj produktivity práce.

Vývoj zamestnanosti vo vybraných odvetviach v prvých troch mesiacoch roku 2004 naznačuje pokračovanie tendencií z predchádzajúceho roku. Za január až marec vzrástla významnejšie iba zamestnanosť v stavebníctve (o 3,8%) a v predaji a údržbe motorových vozidiel (o 1,9%), kým v ostatných odvetviach zostala približne na minuloročnej úrovni (veľkoobchod), resp. poklesla. Najvyšší pokles počtu zamestnancov bol v hoteloch a reštauráciách a v doprave. Miera evidovanej nezamestnanosti zaznamenala za prvé tri mesiace roku 2004 nepatrný pokles zo 16,6% ku koncu januára na 16,0% ku koncu marca.

Predpoklady aktualizovaného menového programu a očakávaný vývoj do konca roka

Vývoj nominálnych miezd za prvé tri mesiace tohto roka vo vybraných odvetviach a očakávané postupné znižovanie priemernej inflácie v priebehu roka naznačuje, že vývoj reálnych miezd sa v roku 2004 pravdepodobne bude pohybovať nad hornou hranicou intervalu MP 2004. Mzdový vývoj však nenaznačuje vyvolanie inflačných tlakov (v predchádzajúcom roku došlo k poklesu reálnych miezd), nepredpokladá sa ani jeho výraznejší negatívny dopad na obchodnú bilanciu cez spotrebné dovozy vzhľadom na odčerpanie kúpnej sily obyvateľstva v dôsledku rastu cien energií, vodného a stočného a ich vyšších výdavkov na bývanie a dopravu. Neúmerný rast miezd v podnikateľských subjektoch bude pravdepodobne tlmený snahou udržať v dlhodobejšom horizonte rast

produktivity práce pred rastom miezd pre zachovanie konkurencieschopnosti, môže byť tiež brzdený ich vyšším nákladovým zaťažením v súvislosti s plnením prísnejších hygienických a ekologických noriem EÚ. Tlmiť rast miezd by mala aj pokračujúca reštriktívna mzdová politika vo verejnom sektore, keď schválený rast miezd pracovníkov v štátnej a verejnej službe od 1.8.2004 o 5%, resp. 7% je nižší ako priemerná inflácia roku 2003 i predpokladaná inflácia roku 2004.

Vzhľadom na relatívne dynamický vývoj nominálnych miezd od začiatku roka, s prihliadnutím na vyššie uvedené faktory, dochádza v AMP k posunu intervalu rastu nominálnych i reálnych miezd smerom nahor. **Aktualizovaný program predpokladá rast nominálnych miezd v roku 2004 v intervale 7,9 až 9,5%, čo pri očakávanej priemernej inflácii 7,5% (aktualizovaná hodnota, stred intervalu) znamená rast reálnych miezd v rozpätí 0,4 až 1,9%.**

Nadväzne na prognózovaný ekonomický rast a vývoj zamestnanosti, reálna produktivita práce z HDP na zamestnanca hospodárstva by mala vzrásť o 3,1%. To znamená, že v roku 2004 sa udrží predstih rastu reálnej produktivity práce pred rastom reálnych miezd o 2 percentuálne body (stred intervalu).

Predikcia vývoja trhu práce na rok 2004

(medzir. zmena v %)

	Skutočnosť 2003	MP 2004	AMP 2004
Priemerná mesačná nomin. mzda	6,3	7,2 – 8,2	7,9 – 9,5
stred intervalu	x	7,7	8,7
Priemerná mesačná reálna mzda	-2,0	-0,5 – 0,5	0,4 – 1,9
stred intervalu	x	0,0	1,1
Produktivita práce z HDP v s.c.	3,4	3,0	3,1
Reálna produktivita – reálna mzda (perc. body)	5,4	3,0	2,0
<i>Priemerná miera inflácie – stred intervalu</i>	8,5	7,7	7,5
Zamestnanosť podľa štatistic. výkazníctva	0,8	1,0	1,0
Priemerná miera evidov. nezamestnanosti (%)	15,2	14,4	14,4
Priemerná miera nezamestnanosti VZPS (%)	17,4	16,2	16,2

Predikcia trhu práce na rok 2004

(medzir. zmena v %)

	AMP 2004				
	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q	rok
Priemerná mesačná nomin. mzda	10,5	7,4	7,9	9,1	8,7
Priemerná mesačná reálna mzda	2,0	-0,6	0,7	2,5	1,1
Produktivita práce z HDP v s.c.	3,3	2,8	3,0	3,1	3,1
Reálna produktivita – reálna mzda (perc. body)	1,3	3,4	2,3	0,6	2,0
<i>Priemerná miera inflácie – stred intervalu</i>	8,3	8,1	7,2	6,4	7,5
Zamestnanosť podľa štatistic. výkazníctva	0,5	1,0	1,3	1,2	1,0
Priemerná miera evidov. nezamestnanosti (%)	16,4	14,1	13,1	14,2	14,4
Priemerná miera nezamestnanosti VZPS (%)	16,6	15,8	14,8	15,3	16,2

Pozn.: Priemerná miera evidovanej nezamestnanosti za 1.Q 2004 = skutočnosť podľa údajov ÚPSVR

Vývoj počtu zamestnancov vo vybraných odvetviach naznačuje, že **zamestnanosť** v roku 2004 by sa mala vyvíjať v súlade s predpokladmi MP 2004. **Medziročne by mala dosiahnuť rast o 1,0%**, čo vzhľadom na skutočnosť roku 2003 predstavuje len mierne rýchlejšiu dynamiku. Vývoj zamestnanosti bude naďalej ovplyvňovať pokračujúca

reštrukturalizácia podnikovej sféry (najmä veľkých podnikov s rozhodujúcou účasťou štátu, podnikov, ktoré budú vystavené silným konkurenčným tlakom po vstupe do EÚ a pod.), ako aj reformy v oblasti verejných služieb (zdravotníctvo, školstvo), spojené s uvoľňovaním pracovníkov. Úbytky pracovníkov z verejného sektora však pravdepodobne budú kompenzované vyšším rastom pracovných príležitostí v odvetviach s prevládajúcim podielom zahraničného kapitálu, ako aj rastom počtu samozamestnaných osôb.

V súlade s MP 2004 zostáva aj predpokladaný vývoj **vidovanej nezamestnanosti**, ktorá by mohla v roku 2004 klesnúť medziročne v priemere o 0,8 percentuálneho bodu na **14,4%**. Pozitívny vplyv na zmiernenie nezamestnanosti v roku 2004 by mali mať predovšetkým opatrenia v oblasti služieb zamestnanosti, kladúce väčší dôraz na aktívnu politiku trhu práce a podporujúce motiváciu na strane ponuky práce. **Podľa výberového zisťovania pracovných síl by mohla miera nezamestnanosti v roku 2004 dosiahnuť 16,2%.**

3.6 Verejný sektor

Oproti vládnemu návrhu štátneho rozpočtu na rok 2004, predloženému do Národnej rady, došlo v dôsledku poslaneckých návrhov k niektorým zmenám:

- príjmy sa znížili z 250,0 mld. Sk na 232,0 mld. Sk,
- výdavky sa zvýšili z 309,5 mld. Sk na 310,5 mld. Sk,
- rozpočtový deficit vzrástol z 59,5 mld. Sk na 78,5 mld. Sk.

Táto skutočnosť bola spôsobená rozhodnutím, aby jednorazový výpadok daňových príjmov v dôsledku vstupu SR do Európskej únie nebol krytý privatizačnými príjmami, ale aby priamo zvýšil deficit štátneho rozpočtu i verejného rozpočtu na hotovostnom princípe. Deficit verejného rozpočtu na akruálnom princípe toto zvýšenie neovplyvní a predpokladá sa vo výške 52,0 mld. Sk (4,0% z HDP).

3.7 Menová politika

Za predpokladu naplnenia východísk AMP v oblasti reálnej ekonomiky by sa mal aj v roku 2004 realizovať výkon menovej politiky v prostredí pokračujúceho priaznivého makroekonomického vývoja. V oblasti cenového vývoja NBS, v súlade s plánovaným nižším rozsahom úprav regulovaných cien v porovnaní s predchádzajúcim rokom, predpokladá pokles medziročnej dynamiky inflácie. Aj v roku 2004 však bude v cenovom vývoji pretrvávajúci vplyv administratívnych, nákladových impulzov.

Kurzová politika NBS je zameraná na udržiavanie stabilného vývoja slovenskej koruny v súlade s vývojom ekonomických fundamentov. V oblasti kurzového vývoja slovenskej koruny od začiatku roka 2004 pokračovali apreciačné tendencie sprevádzané intervenčnými zásahmi NBS. V priemere za prvé tri mesiace roka sa slovenská koruna zhodnotila o 2,2% (oproti priemernému kurzu za predchádzajúci rok), kým za celý rok 2003 jej miera zhodnotenia dosiahla 2,8%. Vzhľadom na zúženie inflačného diferenciálu na báze priemyselných výrobcov by mohlo v roku 2004 dôjsť k spomaleniu reálneho zhodnocovania sa výmenného kurzu. Medziročné zhodnotenie indexu REER na báze PPI by sa malo spomaliť na 4,1% v porovnaní s 10,8% v roku 2003. Medziročné zhodnotenie indexu REER na báze PPI manufacturing v roku 2004 (december) by sa malo spomaliť na 3,9% v porovnaní so 4,7% v roku 2003.

Rovnako ako doteraz všetky zmeny nastavenia menovej politiky budú naďalej rešpektovať stanovený cieľ v oblasti inflácie. Vzhľadom na priaznivý aktuálny ako aj očakávaný vývoj inflácie, ktorý nenaznačuje vznik rizika dopytových tlakov, rozhodla BR NBS v marci 2004 o znížení úrokových sadzieb o 0,5 percentuálneho bodu. V prostredí očakávaného zmiernovania vplyvu čistého exportu by tak malo dôjsť k podporení oživenia domáceho dopytu a ekonomického rastu v strednodobom horizonte. Súčasne NBS očakávala, že zníženie úrokových sadzieb prispeje ku stabilizácii výmenného kurzu slovenskej koruny voči referenčnej mene. Vývoj výmenného kurzu však aj naďalej pokračoval v apreciačnom trende. S ohľadom na neadekvátne posilňovanie kurzu koruny voči euro Banková rada NBS rozhodla v apríli 2004 o znížení hlavných úrokových sadzieb zhodne o 0,5 percentuálneho bodu.

Menová báza

V priebehu prvých štyroch mesiacov roku 2004 boli zdroje bankového sektora prorastovo ovplyvnené nasledovnými skutočnosťami:

- v súlade s procesom harmonizácie menových nástrojov NBS s menovým inštrumentárium ECB sa v januári 2004 v zrealizovala posledná fáza zníženia sadzby PMR o 1 percentuálny bod (z 3% na 2%) predstavujúca poslednú fázu harmonizácie tvorby PMR s úrovňou ich tvorby v eurozóne, vplyvom ktorej vznikli v bankovom sektore prebytočné zdroje v objeme 6,3 mld. Sk
- likvidita bankového sektora bola zvýšená vplyvom intervencií NBS na devízovom trhu proti neprimeranej apreciacii výmenného kurzu slovenskej koruny (prírastok likvidity 11,2 mld. Sk)
- zvýšenie likvidity vplyvom presunu časti prostriedkov štátnych fondov z NBS do bankového sektora (10,8 mld. Sk)
- presun časti vkladov mimorozpočtových prostriedkov orgánov SR z NBS do Štátnej pokladnice (ďalej ŠP) predstavoval prílev likvidity cca 2,5 mld. Sk.

V porovnaní s Menovým programom NBS na rok 2004 nedošlo v základných charakteristikách prostredia výkonu menovej politiky k podstatnejším zmenám. K predpokladaným faktorom, ktoré budú ovplyvňovať úroveň sterilizačnej pozície NBS v roku 2004, možno zaradiť:

1. Prístup ARDL k zabezpečeniu plnenia dlhovej služby štátu - za predpokladu použitia zdrojov zahraničného úveru v objeme 260 mil. EUR, čerpaného v roku 2003 a časti zdrojov z plánovanej eurobondovej emisie v objeme 1 mld. EUR v roku 2004 (cca 10 mld. Sk) na splátky domáceho dlhu, budú zostávať v bankovom sektore prebytky likvidity, ktoré budú pôsobiť v smere zvyšovania objemu sterilizácie.
2. Predpokladané použitie privatizačných príjmov (v roku 2004 cca 17 mld. Sk) na krytie dlhovej služby štátu bude znižovať nároky MF SR na rozsah emisie štátnych cenných papierov a pôsobiť v smere zvyšovania potreby sterilizácie.
3. Prostriedky určené na dôchodkovú reformu, deponované od júla 2002 na termínovanom účte MF SR v NBS (k 31. 3. 2004 68,3 mld. Sk), budú používané až od roku 2005, t.j. v roku 2004 NBS predpokladá, že ich vplyv na likviditu obchodných bánk bude neutrálny.
4. Ťažšie predikovateľnou oblasťou zostáva vplyv postupného presunu prostriedkov štátu z NBS do Štátnej pokladnice, realizovaného od začiatku roku 2004. Po ukončení celého procesu bude vplyv zdrojov štátu, spravovaných Štátnou pokladnicou, na úroveň sterilizácie závisieť od prístupu ŠP k otázke efektívnosti

využívania predmetných zdrojov buď na peňažnom trhu, na zahraničných trhoch, resp. vo forme vkladu v NBS.

5. Operácie NBS na devízovom trhu si od začiatku roka 2004 vyžiadali sterilizáciu cca 11 mld. Sk dodatočnej likvidity peňažného trhu.

Po zohľadnení naplnenia vyššie uvedených predpokladov predikuje NBS zvýšenie sterilizačnej pozície voči bankovému sektoru k ultimu roku 2004 približne o 58 mld. Sk, t.j. na úroveň zhruba 234 mld. Sk. V porovnaní s menovým programom sa očakávaná sterilizačná pozícia prehĺbila v dôsledku uskutočnených intervencií NBS na devízovom trhu v prvom štvrtroku 2004.

Menové agregáty

V porovnaní s Menovým programom sa Aktualizovaný menový program mení predovšetkým v ohodnotení východiskového výmenného kurzu. Kým Menový program uvažoval s krížovým kurzom voči USD (prepočítacia mena platobnej bilancie) na úrovni 39,5 SKK/USD, Aktualizovaný menový program zohľadňuje aktuálny kurzový vývoj slovenskej koruny, ako aj krížový kurz EUR/USD, v dôsledku čoho je menový prehľad v AMP založený na predpoklade dosiahnutia priemerného kurzu 32,4 SKK/USD. Nakoľko sa jedná o výraznú apreciáciu prepočítacieho kurzu s dopadom na absolútne aj relatívne hodnoty menových agregátov, nie je možné porovnať programové hodnoty AMP s MP.

Po zohľadnení vplyvu zníženia kľúčových úrokových sadzieb NBS a ich efektu na reálne úrokové sadzby vkladov a úverov, ako aj vplyvu rozvoja alternatívnych foriem investovania predovšetkým do produktov peňažného trhu, ktoré nie sú súčasťou peňažnej zásoby M2, očakávame na konci roka 2004 tempo rastu peňažnej zásoby 9%, čo je v porovnaní s MP 2004 (10%) mierne nižšia dynamika.

Pretrvávajúce trendu pomerne vysokej dynamiky rastu úverov podnikom a obyvateľstvu, pokračujúceho aj v prvých dvoch mesiacoch roka 2004, zohľadňujeme aj v predikcii vývoja úverov v roku 2004. Ich medziročná dynamika by mohla dosiahnuť ku koncu roka 2004 približne 8,8%.

Rast hypotekárnych úverov by nemal dosiahnuť takú intenzitu ako v roku 2003, nakoľko efekt výhodných legislatívnych podmienok v predchádzajúcom roku doznal. V súvislosti so vstupom SR do EÚ a očakávaným prílevom zahraničných investícií, financovaných zvyčajne zmluvnými partnermi zahraničného investora (resp. priamo ich materskými spoločnosťami), očakávame tiež zvýšenie úverov v cudzej mene poskytnutých nerezidentskými subjektmi (tieto úvery nie sú súčasťou agregátu „úvery podnikom a obyvateľstvu“, ktorý zahŕňa iba úvery poskytnuté domácim bankovým sektorom). V oblasti spotrebných úverov pre obyvateľstvo očakávame trend zvyšovania podielu spoločností poskytujúcich nákup formou splátkového predaja na úkor tradičných bankových domov. Pokles, resp. stagnácia reálnych miezd v minulom období ovplyvnili spotrebné správanie sa obyvateľstva v prospech ochoty financovať svoje potreby prostredníctvom dostupnejších a agresívnejšie propagovaných foriem splátkového predaja napriek nevýhodnejším finančným podmienkam. Pre rok 2004 existuje predpoklad zotrvávania tohto trendu, napriek očakávanému oživeniu v mzdovom vývoji.

Predikcia vývoja menových agregátov (medziročná zmena v %, stav k ultimu roka 2004)	2003 (skutočnosť)	MP 2004	AMP 2004
Úvery podnikom a obyvateľstvu	13,8	8,0	8,8
Peňažná zásoba M2	5,6	8,0	9,0

V rámci vývoja čistého úveru všeobecnej vláde sa zmenili predpoklady v oblasti dosiahnutia vyššieho deficitu bežného hospodárenia (na základe Zákona o štátnom rozpočte na rok 2004 deficit štátneho rozpočtu dosiahne v roku 2004 78,5 mld. Sk, čo je v porovnaní s predpokladmi MP 2004 zhoršenie o 18,5 mld. Sk) a v oblasti potreby emitovania vyššieho objemu štátnych dlhopisov na krytie minuloročného schodku ŠR (o 14,5 mld. Sk). V oblasti hospodárenia širšieho verejného okruhu vychádzame z nezmenených predpokladov, čiže z prebytkového hospodárenia. Fiskálny deficit by v roku 2004 nemal na akruálnom princípe prekročiť 4% HDP, avšak na hotovostnom princípe by mohol pohybovať na úrovni 5,4% HDP.

4. Záver – zhrnutie AMP na rok 2004

Cieľ aktualizovaného menového programu

Aktualizovaný menový program NBS na rok 2004 predpokladá dosiahnutie celkovej koncoročnej miery inflácie v intervale 5,7-7,0%, čomu zodpovedá priemerná ročná inflácia 7,3-7,7%. Jadrová inflácia by sa mala pohybovať v pásme 1,9% - 3,4%.

Predpoklady menového programu

- relatívne stabilný vývoj výmenného kurzu slovenskej koruny voči EUR, zodpovedajúci výkonnosti ekonomiky
- rast HDP v stálych cenách 3,8 - 4,4%
- podiel deficitu bežného účtu platobnej bilancie na HDP by mal dosiahnuť 1,2%
- fiskálny deficit by mal dosiahnuť 52,0 mld. Sk, t.j. 4,0% z HDP

Na základe uvedeného vývoja by:

- rast peňažnej zásoby mal dosiahnuť 9,0%
- mal byť vytvorený priestor pre rast úverov podnikom a obyvateľstvu o 8,8%

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
- 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 do roku 2007 – Aktualizovaný

5.1 Inflácia

Medzi základné determinanty cenového vývoja v strednodobom horizonte budú patriť pokračujúce úpravy regulovaných cien, avšak ich rozsah by sa mal znižovať a postupne by mal odrážať celkový cenový vývoj v ekonomike SR. Na cenový vývoj bude vplývať aj zblížovanie legislatívy, predovšetkým v oblasti spotrebných daní so štandardmi EÚ.

Vývoj regulovaných cien v strednodobom výhľade na roky 2005-2007 je založený na rovnakých predpokladoch ako MP 2004. Predpokladá sa, že regulácia cien sieťových odvetví bude prebiehať podľa súčasných pravidiel (ceny bude určovať nezávislý Úrad pre reguláciu sieťových odvetví). Tieto pravidlá by mali platiť v rokoch 2005-2006, od roku 2007 by podľa smerníc EÚ mala začať platiť úplná liberalizácia trhu s elektrickou energiou a plynom, čo znamená, že každá domácnosť si bude môcť vybrať dodávateľa. V tomto období sa predpokladá, že ceny v súčasnosti regulovaných komodít budú pokrývať oprávnené náklady a primeraný zisk, čo by nemalo znamenať výrazný pohyb cien smerom nahor. Ich dynamika bude ovplyvnená len vývojom cien energetických komodít na svetových trhoch, vývojom kurzu slovenskej koruny a prípadne inými nákladovými faktormi.

Od januára 2004 vstúpila v EÚ do platnosti smernica o zdaňovaní energií, ktorou sa okrem iného zaviedlo zdaňovanie elektrickej energie a plynu. Slovenská republika požiadala o 10-ročné prechodné obdobie na uplatnenie tejto smernice, pravdepodobne však bude musieť zaviesť tieto dane v polovičnej hodnote od roku 2007. Vzhľadom na ich výšku (0,3 EUR za gigajoule plynu a 1 EUR za MWh elektrickej energie pre nepodnikateľské účely) nepredstavuje ich zavedenie výrazný dopad na cenovú hladinu².

Doterajší vývoj jadrovej inflácie naznačuje, že jej dynamika bola ovplyvňovaná hlavne domácimi nákladovými faktormi. Postupným znižovaním administratívnych zásahov v rokoch 2005-2007 by sa v jadrovej inflácii mala zväčšovať váha vplyvu dopytových faktorov. Očakávané oživenie domáceho, najmä spotrebného dopytu by mohlo byť posilnené aj pokračovaním dynamického rastu úverov s potenciálnym dopadom na cenový vývoj. Súčasne očakávaný prílev PZI by sa mal premietnuť do zrýchlenia rastu produktivity v obchodovateľnom sektore v porovnaní s neobchodovateľným, rastom produktivity vyvolaný rast reálnych miezd by tak mohol v neobchodovateľnom sektore pôsobiť na rýchlejší rast cien (vyšší vplyv Balassa-Samuelsonovho efektu). Tento efekt by sa mohol prejaviť najmä v cenách trhových služieb, ktorých dynamika by sa mala postupne zrýchľovať a predbiehať rast cien obchodovateľných tovarov.

Pokles dynamiky celkovej inflácie pod úroveň dynamiky jadrovej inflácie je spôsobený klesajúcim tempom deregulácií, ako aj nižším rozsahom úprav nepriamych daní, čo sa premietne v nižšom príspevku týchto zložiek k celkovej inflácii. Vzhľadom na to, že jadrová inflácia predstavuje len časť spotrebného koša (bez regulovaných cien a zmien

² Priemerná domácnosť spotrebuje ročne 2700 kWh elektrickej energie, čo by znamenalo zvýšenie nákladov od roku 2007 (0,5 EUR/MWh) asi o 50-55 Sk za rok, čo je asi 4,50 Sk za mesiac. Pri plyne by znamenalo zvýšenie nákladov od roku 2007 od 28 Sk až do 110 Sk mesačne (podľa toho, na čo sa plyn používa – na varenie alebo aj na vykurovanie). Zavedenie týchto daní by predstavovalo príspevok k celkovej inflácii približne 0,1 percentuálneho bodu.

nepriamych daní) v rokoch 2006 a 2007 by jej dynamika mala dosiahnuť vyššie hodnoty ako celková inflácia.

Mieru neistoty vo výhľade vývoja inflácie v rokoch 2005-2007 predstavuje očakávaný vývoj ropy a výmenného kurzu. Jedným z rizík je aj dopad pokračujúcej reformy Spoločnej poľnohospodárskej politiky (dohodnutej v júni 2003) na spotrebiteľské ceny potravín, čo môže mať za následok postupný pokles intervenčných cien niektorých komodít a zníženie ochrany domácich producentov pred dovozmi z tretích krajín s dopadom na pokles, alebo zníženie dynamiky rastu spotrebiteľských cien potravín.

		2005	2006	2007
Inflácia	medziročná miera	2,9 (2,4 – 3,3)	2,7 (2,2 – 3,2)	2,4 (2,0 – 2,9)
	priem. medzir. miera	3,0 (2,7 – 3,3)	2,5 (2,3 – 2,8)	2,5 (2,2 – 2,8)
Jadrová inflácia	medziročná miera	2,4 (1,9 – 3,0)	2,9 (2,3 – 3,4)	2,6 (2,0 – 3,2)
	priem. medzir. miera	2,4 (2,1 – 2,7)	2,6 (2,3 – 2,9)	2,8 (2,5 – 3,1)
Čistá inflácia bez PHM	medziročná miera	2,6 (2,3 – 2,9)	2,8 (2,5 – 3,1)	2,5 (2,2 – 2,9)
	priem. medzir. miera	2,4 (2,2 – 2,5)	2,5 (2,3 – 2,6)	2,7 (2,6 – 2,9)

5.2 Ceny výrobcov

Prognózovaný vývoj cien priemyselných výrobcov v horizonte do roku 2007 vychádza z rovnakých predpokladov ako MP 2004. Nákladové impulzy v podobe cien energií, tak v prípade ceny ropy na zahraničných trhoch, ako aj cien energií domácich výrobcov by sa mali v priebehu nasledujúcich rokov postupne oslabovať. Rok po prijatí Spoločnej poľnohospodárskej politiky EÚ bude pravdepodobne dochádzať tiež k zmiernovaniu dynamiky cien potravinárskych výrobkov na úroveň krajín EÚ.

Okrem uvedených vplyvov bude mať na ceny v priemysle vplyv aj postupne sa meniaci charakter podnikateľského prostredia. V období nasledujúcich rokov by podľa predpokladov NBS malo zvyšovanie produktivity práce naďalej predstihovať rast reálnych miezd, čo umožní podnikom pri ich relatívne vysokej efektívnosti a v náročnom konkurenčnom prostredí uskutočňovať flexibilnú cenovú politiku v záujme udržania sa na trhu. V súlade s uvedenými predpokladmi možno očakávať, že v období rokov 2005-2007 sa ceny priemyselných výrobcov budú zvyšovať tempom porovnateľným s krajinami EÚ.

	2005	2006	2007
Priemerný ročný index	102,1	101,0	101,0
z toho: produkty priemyselnej výroby	102,0	100,8	100,8

5.3 Zahraničná oblasť

5.3.1 Platobná bilancia

Na rozdiel od MP, ktorý počítal vo vývoji obchodnej bilancie a následne aj bežného účtu v rokoch 2005 – 2007 s príchodom jedného investora v oblasti automobilového priemyslu, AMP zohľadňuje v uvedených rokoch výrobu, vývoz, ako aj dovoz dvoch investorov v tomto odvetví.

Položky bežného účtu v mld. Sk	2005	2006	2007
Obchodná bilancia	-53,5	-48,6	15,7
Vývoz	912,6	1 077,5	1 325,6
Dovoz	966,1	1 126,1	1 309,9
Bilancia služieb	9,9	9,6	9,8
Bilancia výnosov	-7,4	-7,5	-10,7
z toho: bilancia výnosov z investícií	-18,7	-19,2	-20,3
Bežné transfery	14,0	17,8	15,0
Bežný účet	-37,0	-28,7	29,8
Podiel BÚ na HDP v %	-2,7	-1,9	1,8

V uvedenom období by malo dôjsť k zvýšeniu tempa rastu dovozu (7,4%, 16,6% a 16,3%), ktoré bude v roku 2005 a 2006 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 5,2% v roku 2005, na 18,1% v roku 2006 a 23,0% v roku 2007).

Vývoz v mld. Sk	2005	2006	2007
Hotové výrobky	122,3	126,1	131,1
Stroje a dopravné zariadenia	485,7	644,6	880,4
Polotovary	259,3	263,6	271,8
Suroviny	45,3	43,2	42,3
Celkom	912,6	1077,5	1 325,6

Vyššie prírastky oproti MP, by mali byť v celom prognózovanom období dosiahnuté v skupine stroje a dopravné zariadenia, a to hlavne v časti dopravné zariadenia. Aktualizovaný menový program zohľadňuje výrobu a vývoz automobilky Kia-Hyundai s výrazným rastom vývozu automobilov v roku 2007.

V ostatných skupinách vývozu sa predpokladá rovnako ako v MP stabilný vývoj s relatívne nízkymi tempami rastu, ktoré sa budú pohybovať mierne pod úrovňou roku 2004.

Dovoz v mld. Sk	2005	2006	2007
Hotové výrobky	207,8	229,1	252,3
Stroje a dopravné zariadenia	374,8	498,6	646,4
Polotovary	281,4	300,0	314,7
Suroviny	102,1	98,4	96,5
Celkom	966,1	1 126,1	1 309,9

Zvýšený dovoz oproti MP sa bude rovnako ako vo vývoze realizovať v skupine stroje a dopravné zariadenia. Okrem výraznejšieho rastu komponentov pre výrobu automobilov, ktorý sa premietne v dovoze dopravných prostriedkov a čiastočne aj strojov, dôjde aj k vyššiemu rastu dovozu strojov a technologických zariadení v súvislosti so spustením prevádzky automobilky KIA koncom roku 2006. V súlade s MP by mohlo od roku 2005

dôjsť aj k 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. Stabilný prebytok bilancie služieb bude napriek rastu čistých príjmov z dopravy spôsobený predpokladaným miernym poklesom príjmov zo zahraničného cestovného ruchu v dôsledku možného posilňovania Sk, čo môže spôsobiť pri nezmenených podmienkach pokles počtu turistov zo zahraničia.

Deficit bilancie úrokov sa bude pohybovať zhruba na úrovni 9,0 mld. Sk, pričom stabilný vývoj bude vykazovať, ako príjmová, tak aj výdavková časť. Na druhej strane, bilancia výnosov môže byť ovplyvnená výškou deficitu v položke priame zahraničné investície, ktorá v súčasnosti zahŕňa len vyplatené dividendy. Absencia výsledkov z ročného výkazu o PZI, z ktorého by bola známa aspoň štartovacia hodnota reinvestovaného zisku spôsobuje, že predikcia bilancie výnosov v rokoch 2005 – 2007 neobsahuje reinvestovaný zisk, ktorý predstavuje časť ziskov podnikov so zahraničnou majetkovou účasťou, ktorá síce patrí zahraničnému investorovi, ale zostáva v hostiteľskej krajine. Napriek tomu, že zaradenie tejto položky do platobnej bilancie nebude znamenať tlaky na vonkajšiu nerovnováhu (reinvestovaný zisk sa objaví ako debetná položka na bežnom účte a súčasne ako kreditná položka na finančnom účte platobnej bilancie), môže zvýšiť deficit bežného účtu v rokoch 2005 až 2007. Je možné predpokladať, že zahraniční investori, ktorí sa budú etablovať na území SR v rokoch 2004 – 2007, budú časť svojich ziskov opätovne investovať do výroby, čo môže spôsobiť zhoršenie salda bežného účtu až do 2% z HDP.

Výraznejšia zmena oproti MP nastala u bežných transferov, kde podľa propozícií ECB bola časť prostriedkov z ES presunutá z kapitálových do bežných transferov. Uvedená transakcia má síce neutrálny vplyv na celkovú platobnú bilanciu, ale vedie zlepšeniu jej bežného účtu.

Vývoj obchodnej bilancie v roku 2007, v ktorom sa predpokladá, že už budú vyrábať obidve automobilky umožní, že obchodná bilancia sa môže dostať do prebytku. Jeho výška bude do veľkej miery závisieť od pružnosti domácich výrobcov dodávať súčasti pre automobilový priemysel, ktorého vývoz bude v roku 2007 tvoriť takmer polovicu celkového vývozu. Výška bežného účtu bude okrem obchodnej bilancie ovplyvnená aj výškou deficitu bilancie výnosov (v závislosti od reinvestovaného zisku resp. vyplatených dividend), ktorý môže spôsobiť, že bežný účet bude aj v roku 2007 deficitný resp. vyrovnaný.

Položky KFÚ mld. Sk	2005	2006	2007
Kapitálové transfery	8,3	7,7	7,5
Priame investície	67,2	48,8	15,7
v SR	69,1	51,5	20,7
z toho: PZI – oficiálny sektor	10,0	7,8	1,9
Portfóliové investície	-6,5	2,8	-7,7
Ostatný dlhodobý finančný účet	-40,6	-25,6	-28,9
<i>Pasíva</i>			
<i>Vláda + NBS</i>	-22,6	-7,3	-3,0
<i>Komerčné banky</i>	-1,0	-1,0	-0,9
<i>Podniky</i>	-13,6	-13,9	-21,6
Krátkodobý finančný účet	-4,2	-4,6	-18,1
Kapitálový a finančný účet	24,2	29,1	-31,5

Vyfinancovanie záporného salda bežného účtu v rokoch 2005 a 2006 by malo byť zabezpečované rovnako ako v roku 2004 priamymi investíciami.

Rozhodujúcu úlohu pri príleve PZI v roku 2005 a 2006 bude zohrávať výstavba automobiliek 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 19,7 mld. Sk (príjmy z dopredaja SLSP, 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.

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.

	2005	2006	2007
Upravená platobná bilancia v mld. Sk			
Bežný účet (BÚ)	-37,5	-29,3	29,8
Kapitálový a finančný účet (K a FÚ)	50,3	37,3	-10,2
Priame zahraničné investície (PZI)	59,1	43,7	18,8
Intervencie NBS	0,0	0,0	0,0
Zmena ČZA (- nárast)	-12,8	-8,0	-19,6
Krytie BÚ K a FÚ v %	134,1	127,3	-
Krytie BÚ PZI v %	157,6	149,1	-

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.

Prevýšenie splácania starých úverov vlády a NBS nad čerpaním nových, a relatívne nízke predikované privatizačné príjmy budú znamenať mierny pokles, resp. stagnáciu devízových rezerv v rokoch 2005 až 2007. Ich stav poklesne v roku 2005 na 13,0 mld. USD, t.j. 10,5 mld. EUR a zhruba na tejto úrovni sa udrží do konca roku 2007. V dôsledku tohto vývoja ako aj vývoja dovozu tovarov a služieb sa priemerné krytie dovozov tovarov a služieb poklesne na 4,6 mesiaca v roku 2005, na 4,0 mesiaca v roku 2006 a 3,4 mesiaca v roku 2007.

Sektory mld. Sk	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Podnikový	34,9	-7,5	27,6	44,7	31,8	-15,5
Sektor vlády a NBS	143,4	30,5	36,0	-7,7	5,3	3,6
Bankový	53,1	39,0	-8,4	-12,8	-8,0	-19,6
SPOLU	231,4	62,0	55,2	24,2	29,1	-31,5

Zo sektorového hľadiska bude v roku 2005 a 2006 prílev zdrojov zo zahraničia zabezpečovať podnikový sektor, v ktorom budú zohrávať významnú úlohu priame zahraničné investície. Napriek tomu, že predikcia vychádza z odlevu dlhového podnikového kapitálu z titulu prevýšenia splácania nad čerpaním u finančných úverov a poskytovaní nad prijímaním u obchodných úverov, celkový prílev do podnikového bude prevyšovať deficit bežného účtu, čím sa zabezpečí rast čistých zahraničných aktív. Odlišná situácia by mohla nastať v roku 2007, v ktorom prílev zdrojov z PZI bude podstatne nižší ako v predchádzajúcich rokoch. Očakávaný prebytok bežného účtu platobnej bilancie, však vytvorí predpoklad rastú čistých zahraničných aktív aj tomto roku.

5.3.2 Zahraničná zadlženosť

Zahraničná zadlženosť by mala mať v uvedenom období stabilný vývoj na úrovni zhruba 15,0 mld. EUR (v roku 2005 na 15,0 mld. EUR v roku 2006 na 15,3 mld. EUR a v roku 2007 na 15,0 mld. EUR).

5.4 Hrubý domáci produkt

V strednodobom horizonte sa očakáva v súvislosti s prílevom priamych zahraničných investícií rýchlejšia reálna konvergencia slovenskej ekonomiky založená na raste konkurencieschopnosti a výkonnosti hospodárstva. Predpokladá sa prorastové pôsobenie domáceho i zahraničného dopytu s narastaním vplyvu zahraničného dopytu ku koncu strednodobého horizontu.

V rámci domáceho dopytu by sa mal rast súkromnej spotreby udržiavať na úrovni neprevyšujúcej dynamiku HDP, aj keď v rokoch rastu reálnej mzdy je možné predpokladať realizovanie časti odloženej spotreby obyvateľstva z obdobia jej poklesu. Mierny rast verejnej spotreby by mal byť odrazom poklesu účasti štátu na tvorbe HDP, čo je podmienené konsolidáciou verejných financií. Prírastky konečnej spotreby verejnej správy v strednodobom horizonte by mohli súvisieť s účasťou SR v rámci riadiacich orgánov EÚ, tvorbou inštitucionálneho prostredia v organizačnej štruktúre EÚ, ale aj s predvolebným obdobím.

Je pravdepodobné, že vplyvom zrýchľovania investičného dopytu dôjde v roku 2005 k zvýšeným dovozom výrobných technológií, v dôsledku čoho prechodne vzrastie deficit čistého exportu a jeho negatívny príspevok k rastu HDP. V ďalšom období však možno počítať, predovšetkým v súvislosti so začatím výroby v automobilkách PSA i Kia-Hyundai, s výrazným rastom vývozu výrobkov a služieb, so zmenou deficitu čistého exportu na prebytok zahraničného obchodu výrobkov a služieb. Dynamický rast vývozu v roku 2007 sa premietne v poklese zásob, ktorý by mal pôsobiť tlmiaco na rast domáceho dopytu. V rokoch 2006-2007 vplyvom kladného príspevku domáceho i zahraničného dopytu možno predpokladať významný rast ekonomiky do 5,3%, resp. 6,8%.

Výhľad vývoja HDP a jeho štruktúry

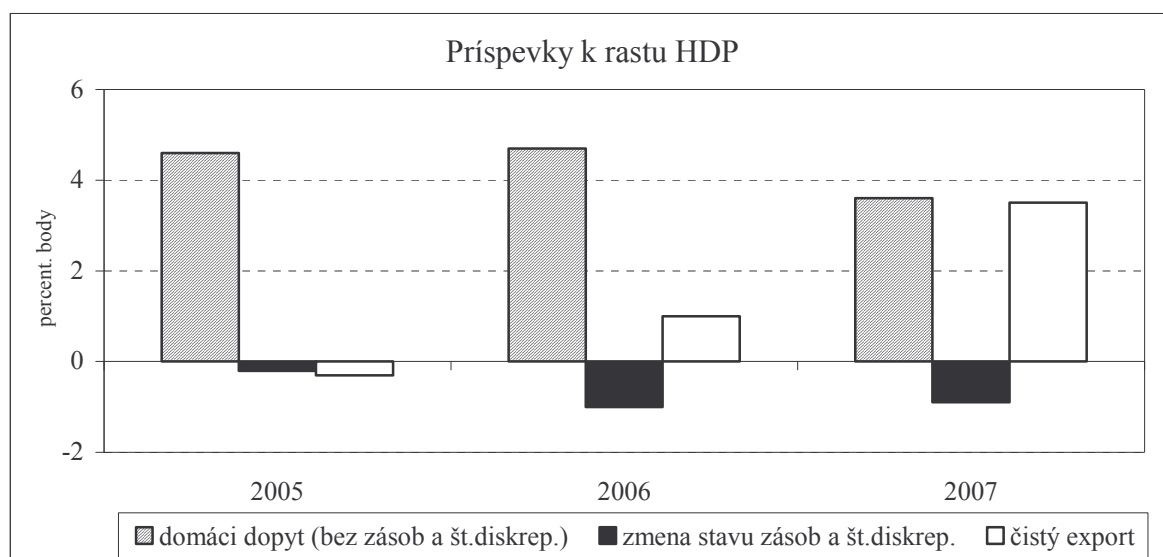
(s.c., medziročný rast v %)

	2005	2006	2007
HDP v stálych cenách	3,8 – 4,4	4,3 – 5,3	5,6 – 6,8
stred intervalu	4,1	4,8	6,2
Domáci dopyt	4,5	3,8	2,8
Konečná spotreba domácností	4,1	4,1	4,3
Tvorba hrubého fixného kapitálu	8,5	8,0	4,0
Čistý vývoz	x	x	x
Vývoz tovarov a služieb	7,6	18,0	17,8
Dovoz tovarov a služieb	8,2	17,3	15,2

Dynamický rast HDP v strednodobom horizonte môže byť podporený očakávaným oživením ekonomického rastu v krajinách eurozóny, i v susedných štátoch. Rastúci domáci dopyt v krajinách našich najvýznamnejších obchodných partnerov bude vytvárať väčší priestor na alokovanie slovenského exportu. Stimulom zvyšovania konkurencieschopnosti vývozov môže byť naplnenie strategických zámerov viacerých podnikateľských subjektov a nadnárodných korporácií investovať v regióne strednej Európy ako súčasť Európskej únie, čoho dôsledkom bude zvyšovanie výkonnosti ekonomiky SR.

Výhľad vývoja HDP a implicitného deflátoru HDP

	2005	2006	2007
HDP v stálych cenách	3,8 – 4,4	4,3 – 5,3	5,6 – 6,8
medziročný rast v %			
HDP v bežných cenách	1 393,5	1 500,0	1 637,5
mld. Sk			
Implicitný deflátor HDP	2,9	2,8	2,8
medzir. prírastok v %			



5.5 Mzdy a zamestnanosť

Základné predpoklady vývoja miezd v strednodobom horizonte, z ktorých vychádzal menový program na rok 2004, sa v AMP výraznejšie nemenia. Oproti MP 2004 boli upravené hodnoty priemernej inflácie a zohľadnený vyšší prílev priamych zahraničných investícií, hlavne do výroby automobilov.

Rast reálnych miezd v strednodobom horizonte môže byť oproti predpokladom MP 2004 vyšší (podľa aktualizovanej predikcie sa môže pohybovať v roku 2005 v intervale 1,7 až 2,7%, v ďalších rokoch v intervale 2,1-3,0%), pričom by mal byť najvýraznejšie ovplyvnený klesajúcou mierou priemernej inflácie, zrýchľujúcim sa hospodárskym rastom, a tiež snahou udržať predstih rastu produktivity práce pred mzdami pre udržanie konkurencieschopnosti podnikateľskej sféry. Na vývoji miezd by sa mal odraziť aj zvyšujúci sa prílev priamych zahraničných investícií a nižšie priame daňové zaťaženie fyzických a právnických osôb.

Prílev priamych zahraničných investícií by mal cez predpokladanú vyššiu úroveň miezd pôsobiť nielen na zvyšovanie priemernej mzdy v celom hospodárstve, ale zvyšovaním konkurencie tlačiť na rast produktivity práce v domácich firmách, čo by nadväzne mohlo prispieť ku zvyšovaniu výkonnosti ekonomiky. Dôležitou investíciou z hľadiska regionálnej zamestnanosti, ale tiež s určitým vplyvom na rast miezd, bude výstavba a rozbehnutie výroby v automobilkách PSA Peugeot Citroën a Kia-Hyundai s akceleráciou v rokoch 2006 a 2007, ako aj budovanie ďalších priemyselných a technologických parkov a súvisiacich investícií. Predpokladá sa, že úroveň miezd v automobilkách (no tiež v iných PZI) bude do istej miery zvyšovať priemernú úroveň v daných regiónoch, čo vyvolá zvýšenie úrovne miezd aj v ostatných, nadväzujúcich výrobách a službách.

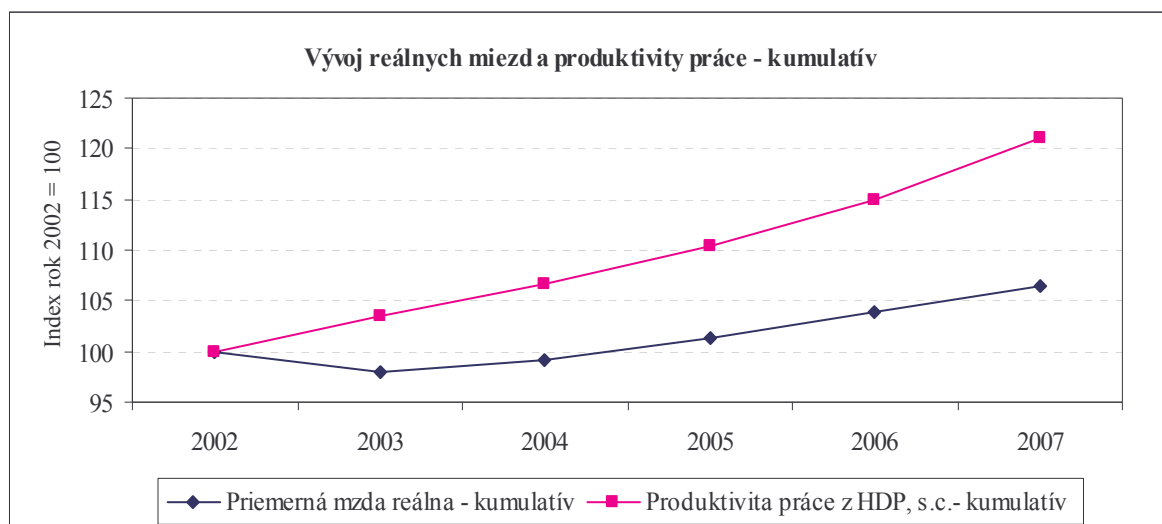
Proti výraznejšiemu rastu miezd bude zrejme naďalej pôsobiť, napriek predpokladanému postupnému poklesu miery nezamestnanosti, pretrvávajúci previs ponuky pracovnej sily nad dopytom na trhu práce. Vo verejnom sektore by mal rast reálnych miezd podľa Konvergenčného programu Slovenska pre roky 2004-2010 v rokoch 2005 až 2007 dosahovať v priemere 3%, čo je v súlade s vývojom predpokladaným NBS.

Výhľad vývoja trhu práce

(medziročná zmena v %)

	2005	2006	2007
Priemerná mesač. nomin. mzda	4,8 – 5,8	4,7 – 5,3	4,8 – 5,6
stred intervalu	5,3	5,0	5,2
Priemerná mesač. reálna mzda	1,7 – 2,7	2,1 – 2,7	2,2 – 3,0
stred intervalu	2,2	2,4	2,6
Produktivita práce z HDP v s.c.	3,5	4,1	5,3
Reálna produktivita – reálna mzda (stred)	1,3	1,7	2,7
<i>Priemerná miera inflácie</i>	3,0	2,5	2,5
Zamestnanosť podľa štatistic. výkazníctva	0,6	0,7	0,9
Priemerná miera evidov. nezamestnanosti (%)	13,8	13,4	12,7
Priemerná miera nezamestnanosti VZPS (%)	15,6	14,8	14,0

Produktivita práce z HDP na zamestnanca hospodárstva SR by si pri akcelerujúcom raste výkonnosti ekonomiky a miernom raste zamestnanosti mala zachovať v strednodobom horizonte predstih pred vývojom reálnych miezd, pričom tento predstih by sa mal postupne zvyšovať.



V strednodobom výhľade budú na zamestnanosť vplyvať viaceré faktory. V súvislosti so vstupom SR do EÚ budú podnikateľské subjekty vystavené silnejším konkurenčným tlakom na zahraničných trhoch, čo sa môže prejaviť ich snahou o zefektívnenie výroby, zvýšenie produktivity práce a následne viesť k utlmovaniu rastu, resp. k prepúšťaniu zamestnancov. Na druhej strane vyšší prílev priamych zahraničných investícií do automobilového priemyslu a s nimi súvisiaci rozvoj ďalších odvetví v rokoch 2005-2007 bude pôsobiť prorastovo na vývoj zamestnanosti. Podľa dostupných informácií v odvetví výroby dopravných prostriedkov a v nadväzujúcich priemyselných odvetviach a odvetviach služieb sa v tomto období vytvorí spolu približne 30 tisíc nových pracovných miest, vyšší dopyt po práci možno predpokladať aj v stavebníctve hlavne v súvislosti s dokončovaním diaľnic a výstavbou nadväzujúcej infraštruktúry v daných regiónoch. Tieto faktory by sa mali premietnuť v postupnom raste zamestnanosti v strednodobom výhľade približne o 0,6-0,9% ročne.

Miera nezamestnanosti v rokoch 2005-2007 by mala postupne klesať vplyvom viacerých faktorov. Na jednej strane môže byť dôsledkom pôsobenia demografických faktorov, nižšou ponukou práce, na druhej strane ju budú ovplyvňovať ekonomické faktory. Zrýchľujúci sa ekonomický rast, nižšie daňové zaťaženie podnikateľských subjektov, aktívna politika trhu práce, financovaná aj zo zdrojov Európskeho sociálneho fondu a ďalšie faktory budú pravdepodobne podnecovať vytváranie pracovných miest dlhodobého charakteru, na ktorých sa môžu vo väčšej miere uplatniť aj nezamestnaní. V súvislosti s prílevom PZI možno očakávať aj lepšie uplatnenie najmä absolventov so stredným a stredným odborným vzdelaním na trhu práce, čo takisto prispeje k poklesu miery nezamestnanosti.

5.6 Verejný sektor

Fiskálna politika v strednodobom časovom horizonte bude zameraná na splnenie maastrichtského kritéria – zníženie deficitu verejných financií pod úroveň troch percent HDP. Situáciu v tejto oblasti komplikuje metodický problém započítania kapitalizačného piliera dôchodkovej reformy do deficitov verejného rozpočtu. Bez započítania nákladov penzijnej reformy by bolo možné dosiahnuť splnenie tohto kritéria v r. 2006, pri ich započítaní v r. 2007. V dôsledku uvedeného sú spracované 2 scenáre vývoja verejných financií:

mld. Sk	2005	2006	2007
deficit verejnej správy *	47,4	45,0	31,9
% z HDP	3,4%	3,0%	2,0%
vplyv dôchodkovej reformy	10,0	14,8	16,2
% z HDP	0,7%	1,0%	1,0%
deficit verejnej správy **	57,4	59,8	48,1
% z HDP	4,1%	4,0%	3,0%

* bez započítania vplyvu

** po započítaní vplyvu

5.7 Menový vývoj a menová politika

Výkon menovej politiky v strednodobom horizonte bude závisieť od prijatej predvstupovej stratégie členstva SR v eurozóne.

Programový vývoj inflácie má jednoznačne kontinuálny dezinflačný charakter. Menová politika bude podriadená splneniu pre NBS relevantných Maastrichtských kritérií. Na základe súčasných východísk by mal byť výhľad inflácie NBS na roky 2006 a 2007 v súlade s možnou hodnotou Maastrichtského inflačného kritéria. V súčasnosti NBS pri predikciách inflácie používa národný index spotrebiteľských cien, ktorý bude v budúcnosti doplnený o predikcie harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien.

Významnejšie administratívne zásahy do cenového vývoja budú v strednodobom horizonte reprezentované predovšetkým úpravou nepriamych daní, ktoré sa dotknú cien tabaku a tabakových výrobkov. Ceny potravín budú ovplyvnené prijatím spoločnej poľnohospodárskej politiky EÚ (CAP) a prejavia sa nárastom cien potravín v rokoch 2004 až 2005 (neprekračujúcim 1%-ný bod na celkovú infláciu). Reforma CAP spojená s postupným poklesom intervenčných cien potravín by sa v dlhšom časovom horizonte mala prejavovať zmiernením prorastového vplyvu cien potravín na celkovú infláciu. Ceny obchodovateľných tovarov by mali byť priaznivo ovplyvňované rozvojom konkurenčného prostredia a aj napriek predpokladanému prorastovému vplyvu reálnej konvergenencie, nominálnemu zhodnocovaniu slovenskej koruny a rýchlejšiemu rastu domáceho dopytu by mali byť charakterizované stabilným vývojom. Rast cien trhových služieb by mal, na základe predpokladov NBS, predstihnúť rast cien obchodovateľných tovarov, nakoľko je senzitívnejší voči procesu reálnej konvergenencie a zároveň bude vystavený vplyvu sekundárnych dopadov administratívnych úprav cien.

Kurzový režim slovenskej koruny zaznamená v strednodobom horizonte zmenu od riadeného floatingu k mechanizmu výmenných kurzov ERM II (na základe Konvergenčného programu SR 2004 najskôr v roku 2005, resp. v nasledujúcich rokoch). Vzhľadom k tomu sa výmenný kurz rovnako stane cieľom menovej politiky. V záujme eliminácie možného konfliktu medzi inflačným a kurzovým cieľom NBS preferuje účasť v ERM II len na dobu nevyhnutnú pre splnenie kurzového kritéria. Zámerom NBS v oblasti kurzovej politiky bude aj naďalej zamedziť výraznejším výkyvom kurzu od jeho rovnovážnej trajektórie. Aj keď NBS bude v rámci ERM II preferovať pohyb kurzu v blízkosti centrálnej parity, môže si proces reálnej konvergenencie vyžiadať nominálnu apreciáciu, korešpondujúcu s vývojom rovnovážneho výmenného kurzu. Konkrétna kurzová stratégia pred vstupom do ERM II a počas členstva bude závisieť od očakávaného dátumu vstupu, ako aj od celkovej Stratégie prijatia eura.

V oblasti trajektórie krátkodobých úrokových sadzieb sa v strednodobom horizonte predpokladá ich konvergenca so sadzbami platnými v eurozóne. Zároveň však nie je

možné vylúčiť ani ich odklon od tejto predpokladanej trajektórie, ak si to bude vývoj inflácie vyžadovať. Dlhodobé úrokové sadzby by mal byť aj naďalej v blízkosti sadziieb v eurozóne s predpokladom postupného znižovania úrokového diferenciálu.

Menová báza

Vývoj sterilizačnej pozície NBS vo výhľade rokov 2005 – 2007 by mal byť do značnej miery ovplyvnený priebehom procesu približovania sa úrokových sadziieb NBS k úrokovým sadzbám v eurozóne. Na takýto vývoj by mohla reagovať ARDAL, a to zmenou preferencií v prospech domácej dlhovej služby štátu. Preto je možné očakávať zmiernovanie a stabilizáciu sterilizačnej pozície NBS. Jej vývoj však bude do značnej miery ovplyvnený dodatočným prílevom privatizačných aktivít a ich použitím v domácej ekonomike, uvoľňovaním prostriedkov určených na dôchodkovú reformu, deponovaných v NBS (k 31. 3. 2004 68,3 mld. Sk), ako aj prípadná potreba realizácie devízových intervencií NBS z dôvodu nadmerného posilňovania slovenskej koruny.

Menové agregáty

Pri projektovaní aktuálneho výhľadu menových agregátov vychádzame z nasledujúcich predpokladov:

- vyrovnané hospodárenie FNM bez vplyvu na vývoj čistého úveru všeobecnej vláde,
- pokles vkladov ostatného verejného sektora vplyvom rozpúšťania prostriedkov určených na dôchodkovú reformu,
- použitie privatizačných príjmov na splátky dlhovej služby štátu bude znižovať potrebu emisií štátnych cenných papierov a pôsobiť v smere znižovania zadlženosti centrálnej vlády.

V súlade s týmito predpokladmi očakávame v rokoch 2005 až 2007 zachovanie súčasných trendov vývoja menových agregátov. Priaznivý vývoj platobnej bilancie v dôsledku prílevu PZI by sa mal premietnuť do nárastu čistých zahraničných aktív. Vývoj dynamiky rastu peňažnej zásoby by mal pokračovať vo svojom miernom spomaľovaní. Viac reštriktívnym pôsobením verejného okruhu bude priestor pre ďalší rast úverov podnikom a obyvateľstvu, ktorý by mohol v rokoch 2005 až 2007 získať vyrovnanú rastovú dynamiku.

Výhľad vývoja menových agregátov (v %, stav ku koncu obdobia)	2003 *)	2004	2005	2006	2007
Čisté zahraničné aktíva	-10,7	13,4	9,1	8,4	7,4
Čistý úver všeobecnej vláde	16,6	24,5	15,6	14,3	10,4
Úvery podnikom a obyvateľstvu	13,8	8,8	8,6	9,5	9,2
Peňažná zásoba M2	5,6	9,0	8,6	8,0	8,5

* skutočný vývoj (predbežné údaje)

Nástroje menovej politiky NBS

Výhľad kompozície menového inštrumentária NBS v období rokov 2004 až 2007 nezaznamenáva v porovnaní s MP žiadne zmeny, nakoľko potreba plnej harmonizácie s menovo-politickými nástrojmi ECB sa bude pravdepodobne týkať až obdobia vstupu.

Operácie na voľnom trhu a kľúčové úrokové sadzby NBS

Výkon menovej politiky NBS sa bude aj naďalej realizovať najmä prostredníctvom štandardných operácií na voľnom trhu (OMO).

BR NBS v marci tohto roku rozhodla, z dôvodu optimalizácie využívania operácií na voľnom trhu, o postupnom limitovaní sterilizácie prostredníctvom PP NBS na úroveň okolo 25% celkového objemu sterilizácie. NBS reagovala na skutočnosť, že v porovnaní s Menovým programom sa zmenila štruktúra nástrojov sterilizácie v roku 2004, keď objem PP NBS dosiahol cca 90 mld. Sk a ich podiel na celkovej sterilizácii 37-47%. Podiel SRT na celkovej sterilizácii bol 56 až 63% (saldo O/N obchodov sa v tomto roku znížilo, ich podiel bol 1 až 2%, kým v minulom roku kolísal na úrovni 0 až 5,2%). ECB využíva analogicky štandardný dlhodobější nástroj porovnateľný s PP NBS, nie sú to však pokladničné poukážky, ale štandardné REPO tendre s 3-mesačnou maturitou, ktoré sa uskutočňujú každý mesiac.

Od roku 2004 je sadzba PMR na Slovensku identická so sadzbou platnou v eurosystéme, t.j. na úrovni 2%. Báza a perióda vyhodnocovania PMR však ešte nie sú s ECB harmonizované.

V eurosystéme plnia minimálne rezervy dve kľúčové úlohy:

1. stabilizovať úrokové sadzby na peňažnom trhu prostredníctvom priemerovania držby zdrojov na účtoch PMR v rámci jednej periódy,
2. zvýšiť štrukturálny podstav likvidity bankového sektora a podporiť dopyt bánk po refinancovaní sa prostredníctvom operácií zvyšujúcich ich likviditu v ECB.

V podmienkach SR je funkcia PMR ako nástroja menovej politiky významne limitovaná. Automatický prístup bánk k jednodňovým refinančným, alebo sterilizačným zdrojom NBS zabezpečuje v plnej miere funkciu stabilizátora krátkodobých úrokových sadzieb medzibankového trhu. Rovnako dlhodobo pretrvávajúci nadbytok likvidity a sterilizačná závislosť bánk od NBS znižujú volatilitu úrokových sadzieb. Po zavedení vnútrodného automatického úveru v rámci platobného systému RTGS PMR neplnia už ani funkciu zabezpečenia plynulosti platobného styku. V súvislosti s PMR pôjde pravdepodobne v rámci harmonizácie o dokonalé odkopírovanie systému ESCB.

NBS v rámci harmonizácie štatisticko-výkaznickej povinnosti zaviedla od začiatku roku 2004 aj výkazy pre podielové fondy, čím pokračuje v procese vytvárania predpokladov pre výpočet a analýzy menových agregátov v rozsahu a štruktúre podľa ECB (M3).

Hlavné ekonomické a peňažné indikátory

	2 003	2 003	2 003	2 004	2 004	2 005	2 005	2 006	2 006	2 007	2 007	
	AMP 2003	Odhad MP 2004	Skutočnosť	MP	AMP	MP	AMP	MP	AMP	MP	AMP	
	Výňad											
(medziročná zmena v %, ak nie je uvedené inak)												
Jadrová inflácia (koniec roka)	2,1-3,6	3,1	3,0	1,2-3,5	1,9-3,4	1,4-2,5	1,9-3,0	1,7-2,8	2,3-3,4	1,6-2,7	2,0-3,2	
Čistá inflácia bez pohonných hmôt (koniec roka)	-	3,4	3,8	1,7-2,8	2,6-3,4	1,9-2,5	2,3-2,9	1,9-2,5	2,5-3,1	2,0-2,6	2,2-2,9	
Index spotrebiteľských cien (koniec roka)	8,4-9,7	9,4	9,3	5,5-7,3	5,7-7,0	2,3-3,3	2,4-3,3	2,0-2,9	2,2-3,2	1,7-2,7	2,0-2,9	
Index spotrebiteľských cien (ročný priemer)	8,3-8,8	8,5	8,5	7,2-8,2	7,3-7,7	2,8-3,3	2,7-3,3	2,0-2,5	2,3-2,8	1,7-2,2	2,2-2,8	
Index cien výrobcov (ročný priemer)	8,0	8,0	8,3	2,4	3,0	2,2	2,1	1,2	1,0	1,2	1,0	
Hrubý domáci produkt (stále ceny)	3,9-4,4	3,9	4,2	3,7-4,3	3,8-4,4	3,7-4,4	3,8-4,4	3,9-4,9	4,3-5,3	4,0-5,1	5,6-6,8	
Hrubý domáci produkt (nominálny, v mld. SK)	1185,0	1180,0	1195,8	1290,0	1300,0	1385,0	1393,5	1490,0	1500,0	1600,0	1637,5	
Nominálne mzdy	7,5-9,5	6,8	6,3	7,2-8,2	7,9-9,5	5,3-6,3	4,8-5,8	4,3-5,3	4,7-5,3	3,5	4,8-5,6	
Reálne mzdy	-1,0 - +0,8	-1,6	-2,0	-0,5 - +0,5	0,4-1,9	2,2-3,2	1,7-2,7	2,0-3,0	2,1-2,7	1,5	2,2-3,0	
Obchodná bilancia (mld. SK)	-65,0	-38,2	-23,6	-46,1	-32,0	-70,4	-53,5	-51,7	-48,6	-48,9	15,7	
Bežný účet (mld. SK)	-53,9	-23,3	-10,2	-30,4	-15,7	-53,2	-37,0	-32,7	-28,7	-30,1	29,8	
Podiel bežného účtu platobnej bilancie na HDP (%)	-4,5	-2,0	-0,9	-2,3	-1,2	-3,8	-2,7	-2,2	-1,9	-1,9	1,8	
Priame zahraničné investície (mld. SK)	43,4	41,9	30,6	53,2	50,9	56,8	67,2	35,0	48,8	27,1	15,7	
Oficiálne rezervy NBS (mld. USD)	9,4	11,1	12,1	12,0	13,4	11,6	13,0	11,5	13,0	11,4	13,0	
Krytie dovozov (mesačný priemer tovarov a služieb) devízovými rezervami NBS	4,9	5,3	5,7	5,3	5,1	4,6	4,6	4,1	4,0	3,7	3,4	
Peňažná zásoba (M2)	10,0	6,4	7,1	8,0	9,0	8,0	8,6	7,5	8,0	7,0	8,5	
Úvery podnikom a obyvateľstvu	11,5	9,7	14,5	8,0	8,8	5,3	8,6	5,2	9,5	5,3	9,2	
Sterilizovaná pozícia voči bankovému sektoru (mld. SK)	-173,5	-175,5	-176,1	-222,9	-233,7	-202,2	-219,1	-195,9	-223,1	-187,8	-227,7	
Podiel bilancie verejného sektora na HDP (%) bez nákladov dôchodkovej reformy ESA 95	-4,9	-5,0	-3,5	-3,9	-4,0	-3,4	-3,4	-2,9	-3,0	*	-2,0	
Podiel bilancie verejného sektora na HDP (%) vrátane nákladov dôchodkovej reformy ESA 95	-4,9	-5,0	-3,5	-3,9	-4,0	-4,4 **	-4,1	-3,9 **	-4,0	*	-3,0	

*/ V šase zostavovaná MP 2004 fiskálny deficit na rok 2007 nebol kvantifikovaný, predpokladalo sa jeho zníženie v súlade s princípami Paktu stability a rastu

**/ MP 2004 predpokladal zvýšenie fiskálneho deficitu v dôsledku dôchodkovej reformy o cca 1 percentuálny bod