



Národná banka Slovenska

## **Menový program NBS do roku 2008**

December 2004

## Menový program NBS do roku 2008

---

### Stratégia výkonu menovej politiky od roku 2005

Od svojho vzniku v roku 1993 publikovala Národná banka Slovenska každoročne menový program na nasledujúci rok a od roku 2001 sa súčasťou menových programov stal aj strednodobý výhľad na ďalšie tri roky. Súčasne, spravidla v máji, NBS zverejňovala aktualizáciu menového programu. Cieľom oboch týchto dokumentov bolo priblížiť verejnosti očakávaný makroekonomický vývoj a v rámci neho predovšetkým poskytnúť informáciu o predpokladanom vývoji inflácie, pričom programový interval jej vývoja predstavoval implicitný cieľ menovej politiky. Zameranie menovej politiky na vývoj inflácie sa zvýraznilo aj novelou zákona o Národnej banke Slovenska z roku 2001, kedy bol hlavný cieľ udržiavania menovej stability nahradený cieľom udržiavania cenovej stability.

Menový program NBS tak mal poskytnúť ekonomickým subjektom dostatok informácií pri formulovaní ich rozhodnutí. Jeho jednoročný rámec však predstavoval určité obmedzenie z hľadiska posudzovania dlhodobějších podnikateľských zámerov. Aj keď v posledných rokoch bol súčasťou menového programu aj strednodobý horizont, tento mal však formu výhľadu.

V máji 2004 sa Slovensko stalo členom Európskej únie a NBS sa začlenila do Európskeho systému centrálnych bánk. Podpísaním prístupovej zmluvy sa Slovensko stalo členom hospodárskej a menovej únie ako členský štát, pre ktorý platí výnimka. To znamená, že Slovensko nadobudlo štatút členského štátu s derogáciou, čiže vstupom do EÚ Slovensko prijalo záväzok stať sa v budúcnosti členom menovej únie. V júli 2003 Vláda SR prerokovala spoločný materiál MF SR a NBS „Stratégiu prijatia eura“ a schválila „Spoločné vyhlásenie Vlády SR a NBS k postupu pri vstupe do eurozóny“, kde sa zaviazala, že urobí všetko pre úspešnú realizáciu potrebných reforiem a v spolupráci s NBS bude pripravovať komplexné predpoklady pre zavedenie eura na Slovensku v rokoch 2008 až 2009. Zároveň potvrdila, že výhody členstva v eurozóne prevýšia jeho nevýhody. V Konvergenčnom programe Slovenska do roku 2010, ako aj v jeho aktualizácii sa konštatuje, že slovenská ekonomika smeruje k udržateľnému plneniu Maastrichtských kritérií v roku 2007. V septembri 2004 vláda schválila spoločný materiál MF SR a NBS „Konkretizáciu stratégie prijatia eura v SR“, kde na základe zhodnotenia výsledkov analýz a stavu realizácie reforiem sa konštatuje, že zavedenie eura je reálne v roku 2009.

Toto jasné a jednoznačné načasovanie integračných ambícií SR predstavuje výzvu tak pre centrálnu banku, ale aj pre celú spoločnosť. Pre menovú politiku a NBS ako takú bol vymedzený časový rámec, v rámci ktorého bude zodpovedná za splnenie inflačného a kurzového maastrichtského kritéria. Preto NBS pristúpila k definovaniu jednoznačného rámca menovej politiky v strednodobom horizonte, a to nie vo forme výhľadu, ale vo forme záväzného cieľa. **Zároveň NBS definuje výkon menovej politiky ako inflačné ciele v podmienkach ERM II.**

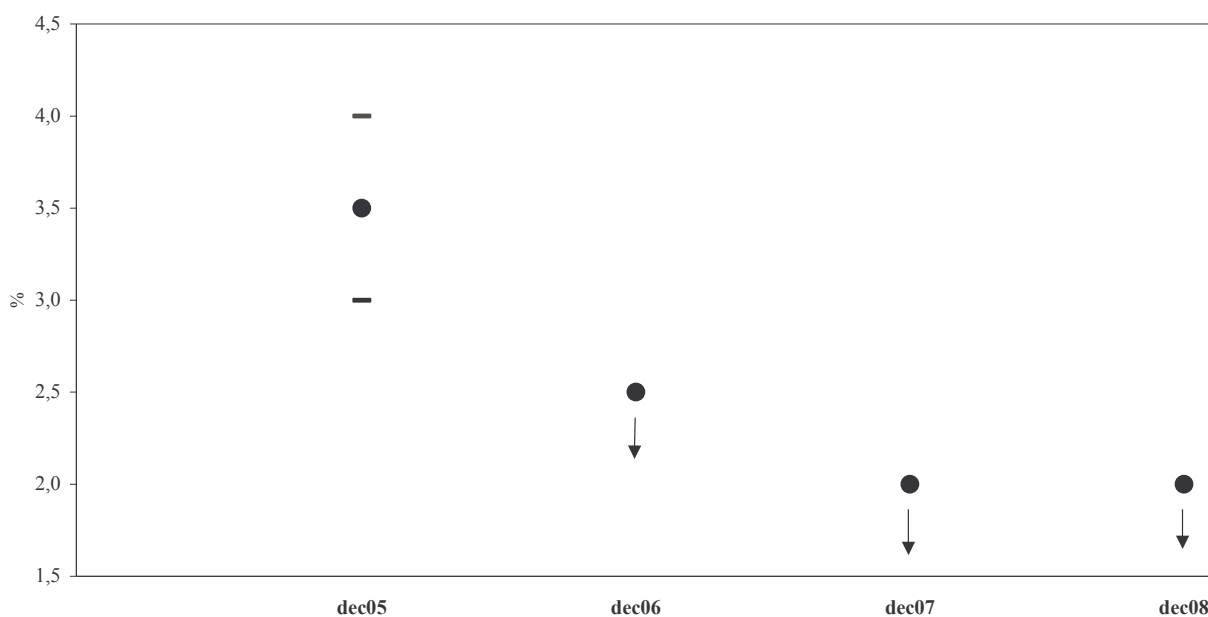
Základnou kotvou menovej politiky v tomto časovom horizonte je stanovenie cieľovej hodnoty pre vývoj inflácie. V strednodobom horizonte si NBS konzistentne so záväzkami vyplývajúcimi z členstva v EÚ a zámerom vytvárať podmienky pre prijatie spoločnej meny euro, ako aj konzistentne so záväzkami vlády v oblasti znižovania fiškálneho deficitu stanovila cieľ pre medziročnú mieru inflácie meranú harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP) **pod 2,5% k decembru 2006 a pod 2% k decembru 2007 a 2008 tak, aby bolo**

**splnené maastrichtské kritérium na báze priemernej dvanásťmesačnej inflácie.** Hodnotu maastrichtského kritéria v čase previerky pripravenosti Slovenska na vstup do eurozóny začiatkom roku 2008 predpokladá NBS približne na úrovni 2%.

Vzhľadom k tomu, že úroveň maastrichtského kritéria inflácie nie je fixná ale pohyblivá, bol inflačný cieľ na roky 2007 a 2008 stanovený tak, aby zabezpečil aj splnenie náročného kritéria vyplývajúceho z možnej nízkej inflácie členských krajín EÚ.

Hodnota medziročnej inflácie **k decembru 2005 na úrovni 3,5% ±0,5 p.b.** má rovnako charakter cieľa, pričom táto úroveň reflektuje rozsah administratívnych úprav regulovaných cien a súčasne je v súlade so strednodobým inflačným cieľom.

Inflačný cieľ NBS pre medziročnú mieru celkovej inflácie meranej HICP



Takto stanovený inflačný cieľ je založený na splnení maastrichtského kritéria a predstavuje jednoznačný záväzok NBS, ktorému podriadi výkon menovej politiky. Schopnosť NBS splniť tento cieľ inflácie však bude podmienená vývojom vo fiškálnej a mzdovej oblasti a môže byť ovplyvnená neočakávaným vývojom napríklad cien nerastných surovín, potravín a živelnými katastrofami.

Ďalej bude vývoj inflácie do značnej miery ovplyvnený aj zvýšením spotrebnej dane na tabak a tabakové výrobky. Preto za účelom splnenia maastrichtského kritéria inflácie NBS považuje za vhodné prispôbiť harmonogram zvyšovania spotrebných daní tak, aby bol minimalizovaný ich negatívny dopad na dynamiku cien v období dôležitom pre splnenie stanoveného cieľa inflácie.

Okrem využívania úrokových sadzieb ako menovo-politického nástroja centrálnej banky sa bude NBS orientovať vo väčšej miere na formovanie inflačných očakávaní verejnosti ako ďalšieho nepriameho, ale silného nástroja ovplyvňujúceho vývoj inflácie. NBS očakáva, že stanovenie strednodobého cieľa inflácie poskytne jednotlivým ekonomickým subjektom

transparentnejší a jednoznačnejší rámec pre formulovanie ich dlhodobějších podnikateľských a investičných zámerov, pre rozhodovanie v oblasti úspor a v oblasti mzdovej politiky a mzdových vyjednávaní.

Hlavný nástroj Národnej banky Slovenska vo vzťahu k strednodobému cieľu predstavujú kľúčové úrokové sadzby. Zmenou úrokových sadzieb reaguje centrálna banka na identifikované ekonomické nerovnováhy a odchýlky očakávaného vývoja inflácie od stanoveného cieľa. Menová politika tak prostredníctvom svojich nástrojov ovplyvňuje agregátny dopyt a infláciu. Zmena úrokových sadzieb sa prostredníctvom zmeny úrokového diferenciatu premieta do výmenného kurzu, importných cien a vzhľadom na vysokú otvorenosť ekonomiky do miery inflácie. Úroveň výmenného kurzu má však vplyv aj na vývoj ekonomickej aktivity prostredníctvom vplyvu na konkurencieschopnosť slovenskej ekonomiky a rozhodovanie ekonomických subjektov medzi spotrebou zahraničných alebo domácich tovarov. Zmeny kľúčových úrokových sadzieb priamo determinujú aj úrokové miery relevantné z pohľadu podnikov a domácností (úrokové miery z úverov a vkladov), čo následne ovplyvní investičný a spotrebiteľský dopyt a mieru úspor a investícií na úrovni celého hospodárstva. Podľa druhu identifikovanej nerovnováhy si splnenie stanoveného inflačného cieľa môže vyžadovať pohyb kľúčových úrokových sadzieb oboma smermi.

Stanovený cieľ inflácie je konzistentný so splnením maastrichtského inflačného, ako aj kurzového kritéria. Nevyhnutnou podmienkou dosiahnutia inflácie v cieľovom pásme je koordinácia fiškálnej a menovej politiky. Odklon od avizovanej trajektórie konsolidácie verejných financií, zavádzanie dodatočných ako v súčasnosti predpokladaných administratívnych opatrení a zmien nepriamych daní, predstavujú faktory mimo pôsobenia menovej politiky a jedny z podstatných rizík ovplyvňujúcich splnenie cieľa inflácie v stanovenom rozmedzí.

Do obdobia vstupu do systému výmenných kurzov ERM II sa bude aj naďalej používať režim riadeného floatingu, ktorý je v súlade s plnením cieľa v oblasti inflácie. Vývoj výmenného kurzu bude NBS posudzovať vo vzťahu k stanovenému cieľu inflácie v celom období do prijatia eura. V súvislosti s tým, že produktivita práce v SR rastie rýchlejšie v porovnaní s eurozónou a vzhľadom na prebiehajúci proces reálnej konvergencie vidí NBS priestor pre reálne rovnovážne zhodnotenie výmenného kurzu.

Členstvo Slovenska v ERM II by nemalo predstavovať obmedzenie pre plnenie cieľa inflácie. Tento kurzový režim by mal naopak vytvárať vhodný rámec pre nominálnu a reálnu konvergenciu. Na jednej strane bude ERM II predstavovať určitý stupeň kurzovej stability a disciplinujúci rámec pre makroekonomické politiky a na druhej strane ponecháva dostatok priestoru na prispôsobenia sa šokom a ekonomickému vývoju.

Cenový vývoj je však ovplyvnený rôznymi vplyvmi, ktoré sú vyvolané nákladovými, alebo dopytovými faktormi. Opatrenia centrálnej banky vo forme zmien úrokových sadzieb, ako hlavného nástroja, môžu ovplyvniť vývoj len niektorých inflačných vplyvov, a to zväčša dopytového charakteru. Z uvedeného dôvodu považuje NBS za potrebné stanoviť výnimky z plnenia inflačného cieľa, ktoré majú charakter neočakávaných udalostí a vplyvov mimo pôsobenia menovej politiky.

### ***Výnimky z plnenia inflačného cieľa***

- plnenie inflačného cieľa je podmienené znižovaním fiškálneho deficitu podľa deklarovanej trajektórie na úroveň pod 3% v roku 2007 (vrátane nákladov dôchodkovej reformy); vyšší fiškálny deficit v jednotlivých rokoch, respektíve celková zmena smerovania fiškálnej politiky môže ohroziť plnenie inflačného cieľa
- dopad administratívnych zásahov (úpravy regulovaných cien a nepriamych daní) do cenovej hladiny presahujúci 1,0 p. b. v roku 2005, 0,6 p.b. v roku 2006, 0,8 p.b. v roku 2007, 1,1 p.b. v roku 2008
- výrazné výkyvy cien energetických surovín
- výrazný pohyb výmenného kurzu (najmä voči USD), ktorý nesúvisí s opatreniami menovej politiky a vývojom ekonomických fundamentov, ale môže byť celo-regionálnym dôsledkom
- ceny potravín (v dôsledku neočakávaných klimatických podmienok, možných zmien v jednotnej poľnohospodárskej politike)
- rozsiahle živelné pohromy

### **Menový program NBS do roku 2008**

Menový program NBS do roku 2008 odráža tak doterajší makroekonomický vývoj v roku 2004, ale zároveň reflektuje aj najnovšie informácie a aktuálne predikcie týkajúce sa vývoja základných externých faktorov (ako je očakávaný vývoj v krajinách obchodných partnerov, ceny ropy, krížového kurzu EUR/USD). V porovnaní s Aktualizovaným menovým programom z mája 2004 došlo k zmenám predpokladov najmä vo vývoji cien ropy, v vplyve prílevu PZI na ekonomickú aktivitu a v odhadovaných privatizačných príjmoch. Zároveň bol strednodobý vývoj ovplyvnený vývojom v roku 2004 v oblasti dynamiky vývoja konečnej spotreby domácností a niektorých položiek v rámci štruktúry bežného účtu platobnej bilancie.

### ***Vývoj v roku 2004***

Celkový makroekonomický vývoj v roku 2004 možno charakterizovať rýchlejšim ako predpokladaným rastom reálnej ekonomiky, vyšším deficitom bežného účtu platobnej bilancie, pričom vývoj inflácie je ovplyvňovaný predovšetkým nákladovými faktormi a pohybuje sa v rámci programového intervalu. Vývoj vo fiškálnej oblasti naznačuje splnenie stanovenej trajektórie. Zároveň pokračuje zhodnocovanie výmenného kurzu voči referenčnej mene, ktorého dynamiku bolo možné v prvom polroku vo vzťahu k rovnovážnemu vývoju výmenného kurzu hodnotiť ako nadmernú.

Na základe údajov vývoja HDP za prvé tri štvrtroky 2004 predpokladáme pokračovanie v dynamike konečnej spotreby domácností, ktorá sa v porovnaní s predpokladmi v AMP zrýchlila. K oživeniu konečnej spotreby došlo skôr a vo väčšom rozsahu a tento vývoj bol ovplyvnený rýchlejšim ako predpokladaným rastom reálnej mzdy, ktorý však nedosahoval dynamiku reálnej produktivity práce. Takéto zrýchlenie dynamiky konečnej spotreby, najmä po období jej poklesu, je možné považovať za akceptovateľné. V oblasti investičného dopytu došlo v súlade s očakávaniami k jeho obnove, pričom do konca roka by mal byť jeho rast v súlade s AMP. Mierne tlmiačo bude na ekonomický rast pôsobiť zníženie prebytku čistého exportu v stálych cenách. Na základe doterajšieho vývoja štruktúry HDP, ako aj aktuálneho vývoja tržieb v maloobchode NBS očakáva, že celoročná dynamika HDP by mala byť v porovnaní s AMP vyššia, t.j. 5,5% (stred intervalu) v porovnaní so 4,1% (z AMP).

Odhad HDP na rok 2004\*

s.c., medziročná zmena v %

	AMP 2004	Skutočnosť 1. až 3. štvrtrok 2004	Odhad rok 2004
<b>HDP v s.c. 1995 - interval</b>	<b>3,8-4,4</b>		<b>5,3-5,7</b>
<b>- stred intervalu</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>
<b>Domáci dopyt</b>	4,2	5,3	5,4
v tom:			
Konečná spotreba domácností	2,5	3,2	3,6
Konečná spotreba verejnej správy**	0,9	1,8	2,3
Koneč. spotreba nezisk. inštit. slúžiacich domácnostiam	6,9	5,3	5,7
Tvorba hrubého fixného kapitálu	5,9	3,4	5,8
<b>Čistý vývoz</b>			
Vývoz výrobkov a služieb	10,0	12,2	10,2
Dovoz výrobkov a služieb	10,2	12,9	11,0

\* revidované údaje na základe ukončených ročných národných účtov za rok 2002

\*\* odhad ŠÚ SR za 1. až 3. štvrtrok 2004

Okrem obchodnej bilancie došlo k zmene predpokladov aj vo vývoji bilancie výnosov a bežných transferov, kde bol na jednej strane v roku 2004 vyplatený vyšší ako odhadovaný objem dividend. Na strane druhej sa znížil očakávaný odhad prílevu prostriedkov z fondov EÚ, ktorý bol v doterajšom období minimálny. Na základe uvedených skutočností by mal podiel deficitu bežného účtu v porovnaní s AMP byť viac ako dvojnásobný, t.j. 3,5 %. Aj napriek zvýšeniu deficitu bežného účtu nepovažujeme dosiahnutý podiel ani samotný charakter jeho zvýšenia za problematický, t.j. za taký, ktorý by indikoval vznik makroekonomickej nerovnováhy.

<b>Položky bežného účtu v mld. Sk</b>	<b>2004 – MP</b>	<b>2004 – AMP</b>	<b>2004 – odhad</b>
Obchodná bilancia	-46,1	-32,0	-46,5
Vývoz	840,3	867,6	879,4
Dovoz	886,4	899,6	925,9
Bilancia služieb	12,9	9,7	9,7
Bilancia výnosov	-3,2	-3,6	-14,7
Bežné transfery	6,0	10,2	5,5
<b>Bežný účet</b>	<b>-30,4</b>	<b>-15,7</b>	<b>-46,0</b>
<b>Podiel BÚ na HDP v %</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-3,5</b>
<b>Podiel OB na HDP v %</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,5</b>

Na základe doterajšieho vývoja kapitálového a finančného účtu je možné predpokladať vytvorenie prebytku, ktorý viac než pokrýva deficit bežného účtu platobnej bilancie. Tento prebytok je na jednej strane tvorený prílevom priamych zahraničných investícií do komerčného sektora a dlhodobým kapitálom, čo vytvára dostatočný objem zdrojov na prefinancovanie deficitu bežného účtu platobnej bilancie. Na strane druhej je prebytok kapitálového a finančného účtu tvorený aj portfóliovými investíciami a krátkodobým kapitálom. Prílev týchto prostriedkov je dôsledkom tak úrokového diferenciálu, ako aj presvedčením krátkodobých investorov, že výmenný kurz koruny má priestor pre posilnenie.

V oblasti vývoja inflácie jednoznačne prevažujú nákladové faktory. V porovnaní s očakávaniami a programovými hodnotami rýchlejšie rastú regulované ceny a ceny pohonných hmôt. V trhových službách sa na ich rýchlejšej dynamike podieľajú sekundárne efekty vyplývajúce z rastu regulovaných cien, pričom ceny položiek súvisiacich s vývojom dopytu dosahujú stabilnú a prijateľnú dynamiku. V porovnaní s očakávaniami zaznamenávajú priaznivejší vývoj ceny obchodovateľných tovarov, ktorých dynamika bude pod spodnou úroveň programového intervalu. Na ich vývoj pôsobí pravdepodobne vo väčšom ako

predpokladanom rozsahu doterajší apreciačný trend výmenného kurzu. Ďalej sú ovplyvňované nízkou dovozovou infláciou, ako aj existujúcou konkurenciou v maloobchode. Volatilnou položkou v rámci základnej štruktúry inflácie sú potraviny, ktoré boli v roku 2004 ovplyvňované tak prijatím spoločnej poľnohospodárskej politiky, odlišným sezónnym vývojom, ale aj rozšírením konkurencie. Ich vývoj sa očakáva pod spodnou hranicou programového intervalu.

#### Spotrebiteľské ceny (%)

		2003	Odhad MP 2004	Odhad AMP 2004	Skutočnosť november 2004	Odhad na rok 2004 <sup>1</sup>
<b>HICP inflácia</b>	<b>Medziroč. miera</b>	9,3	-	5,6-7,1	6,3 <sup>4</sup>	6,2-6,6
<b>Celková inflácia</b>	<b>Medziroč. miera</b>	9,3	5,5-7,3	5,7-7,0	6,3	6,1-6,4
	<b>Priem. medziroč. miera</b>	8,5	7,2-8,2	7,3-7,7	7,7	7,5-7,6
<b>Jadrová inflácia</b>	<b>Medziroč. miera</b>	3,0 <sup>2</sup>	1,2-3,5 <sup>2</sup>	1,9-3,4 <sup>3</sup>	2,0 <sup>3</sup>	1,8-2,1 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> odhad na základe aktuálneho vývoja do septembra, HICP na základe vývoja od októbra

<sup>2</sup> bez povinného zmluvného poistenia

<sup>3</sup> vrátane povinného zmluvného poistenia

<sup>4</sup> skutočnosť do októbra

### Vývoj v rokoch 2005-2008

Od roku 2005 bude výraznejšie pokračovať proces dezinflačného vývoja, ktorý bude smerovaný v strednodobom horizonte k splneniu maastrichtského inflačného kritéria v roku 2007. Základom pre výrazné zníženie dynamiky inflácie v roku 2005 v porovnaní s rokom 2004 bude nižší rozsah zvyšovania regulovaných cien. To súvisí s tým, že v roku 2004 boli odstránené cenové deformácie v prípade väčšiny druhov regulovaných cien. V ďalších rokoch strednodobého horizontu by mal rast regulovaných cien zohľadňovať len rast nákladov a tvorbu primeraného zisku. V dôsledku toho, vplyv regulovaných cien na vývoj inflácie bude v tomto období výrazne nižší a postupne klesajúci. Vzhľadom k tomu bude vývoj ostatných zložiek spotrebného koša už iba minimálne ovplyvňovaný sekundárnymi efektmi a NBS sa bude sústreďovať na identifikovanie a ovplyvňovanie dopytového charakteru inflácie. V cenách obchodovateľných tovarov predpokladáme pôsobenie nízkej dovezenej inflácie, ako aj pôsobenie konkurenčného prostredia. Ďalej možno očakávať, že v cenách trhových služieb, nakoľko tieto nie je možné substituovať dovozmi, sa bude prejavovať vplyv reálnej konvergencie. Tento efekt (tzv. Balassa-Samuelsonov efekt) by však pri predpokladoch primeraného rastu miezd v ekonomike nemal spôsobovať problémy pri plnení inflačného kritéria. Vývoj inflácie bude však aj v tomto období ovplyvňovaný administratívnymi zásahmi v podobe zvýšenia spotrebných daní na tabak a tabakové výrobky, ako aj zavedenia dane na energiu. Na základe doterajších informácií a na základe schváleného harmonogramu, ktorý špecifikuje daňové zaťaženie tabaku a tabakových výrobkov vyplýva, že zvýšenie týchto daní by sa malo uskutočniť v rokoch 2007 a 2008.

Z hľadiska splnenia maastrichtského kritéria inflácie, ako aj inflačného cieľa, NBS považuje za vhodné realizovať úpravy týchto daní tak, aby sa minimalizoval ich negatívny vplyv na cenový vývoj v čase hodnotenia pripravenosti Slovenska na vstup do eurozóny. Zavedenie dane na energiu odhadujeme v roku 2007, jej vplyv na celkovú mieru inflácie by však nemal byť výrazný.

V strednodobom horizonte predpokladáme taký makroekonomický vývoj, ktorý nebude vytvárať podmienky pre vznik dopytových tlakov ovplyvňujúcich negatívne vývoj inflácie. Predpoklady NBS sú založené v prvom rade na pokračovaní konsolidácie verejných financií, a to na znižovaní fiškálneho deficitu tak, ako bolo vládou schválené v Aktualizovanom

konvergenčnom programe. Zároveň NBS vychádza z predpokladu dosahovania dynamiky rastu ekonomiky na priemernej úrovni 5,3% v rokoch 2005 a 2008. Rast ekonomiky by mal v roku 2007 prechodne akcelerovať v dôsledku produkcie priamych zahraničných investícií v automobilovom priemysle.

Medziročná zmena v %

	2005	2006	2007	2008
<b>HDP</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>6,6</b>	<b>4,6</b>
Domáci dopyt	6,1	4,5	2,1	5,5
Domáci dopyt efektívny (konečný)*	5,5	5,3	4,5	3,6
Konečná spotreba domácností	4,9	4,5	4,7	4,5
Konečná spotreba verejnej správy	2,3	2,9	2,3	1,8
Tvorba hrubého fixného kapitálu	8,9	8,6	5,5	3,0
Vývoz tovarov a služieb	7,6	9,7	15,8	10,3
Dovoz tovarov a služieb	8,1	9,0	11,7	11,6

\* domáci dopyt bez zmeny stavu zásob

Priame zahraničné investície okrem dynamiky ovplyvnia aj štruktúru HDP. V rokoch 2005 a 2006 sa predpokladá rast dovozu investícií, čo sa prejaví v dynamike domáceho dopytu, aj v raste hrubého fixného kapitálu. V dôsledku toho by sa mal prechodne dosahovať relatívne vysoký deficit obchodnej bilancie. V období nábehu výroby a exportu automobilovej produkcie, najmä v roku 2007, sa predpokladá znižovanie záporného salda obchodnej bilancie, pričom príspevok čistého exportu k rastu HDP by mal pôsobiť na rast ekonomiky prorastovo. Od roku 2008 by sa po nábehu plnej produkcie v automobilovom priemysle mala štruktúra HDP stabilizovať.

Vývoj dynamiky konečnej spotreby domácností sa očakáva v rozmedzí 4-5%. Jej vývoj by už nemal byť volatilný ako doteraz, keď bola v niektorých obdobiach tlmená rastom regulovaných cien a poklesom reálnej mzdy a následne v ďalších rokoch bola akcelerovaná uspokojovaním odloženej spotreby. Odhadovaný rast konečnej spotreby domácností je založený na raste reálnej mzdy približne 3%, ako aj na pokračovaní ďalšieho rozvoja úverových aktivít. Uvedený rast reálnej mzdy by mal predstavovať dostatočný zdroj pre rast disponibilného príjmu zabezpečujúceho uspokojovanie spotreby na prijateľnej úrovni, ktorá nepôsobí obmedzujúco pre obyvateľstvo. Zároveň by takýto vývoj konečnej spotreby domácností, pod úrovňou rastu HDP, nemal vytvárať nerovnováhy v ekonomike.

Vývoj produktivity práce by mal byť prorastovo ovplyvnený realizáciou PZI v automobilovom priemysle v rokoch 2006 a 2007. To vytvára istý priestor pre neinflačný rast nominálnych a následne aj reálnych miezd. Ich dynamika má však svoje hranice. S ohľadom na to, aby nedochádzalo k tlakom na rast inflácie v dôsledku nadmerného rastu miezd, považujeme rast nominálnych miezd v národnom hospodárstve za udržateľný a akceptovateľný maximálne na úrovni 5-6%. V dôsledku toho očakávame pokles jednotkových nákladov práce (ULC)<sup>1</sup>. Pri takomto vývoji by mali byť vytvorené nevyhnutné predpoklady pre splnenie inflačného cieľa v strednodobom horizonte.

<sup>1</sup> Jednotkové náklady práce (ULC<sub>NBS</sub>) sú napočítané ako podiel rastu nominálnej mzdy na zamestnanca národného hospodárstva a rastu reálnej produktivity práce. Problematika jednotkových nákladov práce bude podrobnejšie rozvedená v odbornom periodiku NBS a publikovaná v jednom z nasledujúcich vydaní časopisu.



Predikcia vývoja miezd a produktivity na roky 2005 - 2008 (medziročná zmena v %)

	2005	2006	2007	2008
Priemerná mesač. nominálna mzda - interval	6,0 – 7,0	4,9 - 5,6	4,8 - 5,6	4,8 – 5,6
stred intervalu	6,5	5,3	5,2	5,2
Priemerná mesač. reálna mzda - interval	2,4 - 3,4	2,4 - 3,1	2,8 - 3,6	2,8 - 3,6
stred intervalu	2,9	2,8	3,2	3,2
Produktivita práce z HDP v s.c.	4,3	4,5	5,9	4,0
Reálna produktivita - reálna mzda (perc. body)	1,4	1,7	2,7	2,7
ULC <sub>NBS</sub>	2,1	0,8	-0,7	1,2

Ak nebude dochádzať k odlišnému ako avizovanému vývoju vo fiškálnej oblasti, nedôjde k oneskoreniu výroby a exportu, resp. k zmene výrobných stratégií výrobcov dopravných prostriedkov a vývoj miezd nebude tlačiť na rast jednotkových mzdových nákladov, nie je pravdepodobný vznik dopytových tlakov s negatívnym dopadom tak na vývoj inflácie, ako aj na vývoj obchodnej bilancie.

Vývoj obchodnej bilancie bude v strednodobom horizonte plne determinovaný realizáciou PZI. S vývojom PZI bude súvisieť aj vývoj ďalších položiek bežného účtu, a to bilancie výnosov, ktorá by sa mala výraznejšie ako doteraz podieľať na vytváraní deficitu bežného účtu. Vývoj bilancie výnosov bude ovplyvnený tak vyplácaním dividend, ktoré NBS očakáva v porovnateľnom rozsahu ako v roku 2004, ale aj nárastom reinvestovaného zisku v porovnaní s rokom 2004. Deficit bilancie výnosov z investícií by mal v rokoch 2005-2008 dosahovať priemerne 1%-ný podiel na HDP. Klesajúci trend deficitu bilancie výnosov bude ovplyvňovaný príjmami z rastúcich devízových rezerv NBS, v rámci ktorých budú podstatnú časť prírastku tvoriť privatizačné zdroje.

Položky bežného účtu v mld. Sk	2005	2006	2007	2008
Obchodná bilancia	-69,3	-74,4	-24,3	-19,6
Vývoz	919,4	998,2	1 152,7	1 282,0
Dovoz	988,7	1 072,6	1 177,0	1 301,6
Bilancia služieb	10,0	10,5	10,8	11,0
Bilancia výnosov	-21,3	-17,3	-14,9	-12,7
Bežné transfery	11,0	12,8	12,0	12,0
<b>Bežný účet</b>	<b>-69,6</b>	<b>-68,4</b>	<b>-16,4</b>	<b>-9,3</b>
<b>Podiel BÚ na HDP v %</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>
<b>Podiel OB na HDP v %</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>

Pri hodnotení vývoja bežného účtu bude potrebné do istej miery oddeľovať tú časť bilancie výnosov, ktorá je ovplyvnená platbami dividend a reinvestovaným ziskom, nakoľko zhoršovanie deficitu bežného účtu z tohto titulu nie je signálom vzniku makroekonomickej nerovnováhy v dôsledku prehrievania ekonomiky. Zároveň sa pri reinvestovanom zisku o jeho objem navýši úroveň PZI na kapitálovom a finančnom účte platobnej bilancie. To znamená, že nárast deficitu bežného účtu z tohto titulu je plne vyfinancovaný. Ďalej sa očakáva, že Slovensko bude čistým príjemcom zo zdrojov EÚ, že bilancia služieb bude aj naďalej vytvárať stabilné prebytky.

V najbližších rokoch sa očakáva zvýšený dovoz investícií. V dôsledku toho sa prehĺbi deficit obchodnej bilancie, ktorý však bude plne krytý nárastom PZI v rámci kapitálového a finančného účtu platobnej bilancie. Zvýšenie podielu deficitu obchodnej bilancie v rokoch 2005 a 2006 na úroveň blízku 5% z HDP by však malo byť len prechodné. Po nábehu plnej

výroby PZI v automobilovom priemysle, NBS očakáva výrazné zníženie deficitu obchodnej bilancie, a tým aj bežného účtu platobnej bilancie v rokoch 2007 a 2008.

V rámci kapitálového a finančného účtu NBS predpokladá, že aj v rokoch 2007 a 2008 bude pokračovať prílev zdrojov z PZI do komerčného sektora, nie však v takom rozsahu ako v rokoch 2005 a 2006. V súvislosti s očakávaným znížením deficitu bežného účtu by mal byť takto vytváraný dostatočný objem zdrojov na jeho bezproblémové prefinancovanie, a to bez výrazného rastu zahraničnej zadlženosti.

Vývoj a štruktúru platobnej bilancie je možné považovať za realistickú. Projekcia makroekonomického vývoja neindikuje vytváranie nerovnováh.

Pri svojich odhadoch NBS vychádzala pri cenách ropy z cien kontraktov futures z novembra 2004. Odhad krížového kurzu EUR/USD je konzistentný s odhadom Európskej komisie. To znamená, že v hodnotách tak bežného ako aj kapitálového účtu platobnej bilancie je zakomponovaný pokles cien ropy na úroveň cca 35 USD za barel na konci strednodobého horizontu a mierne zhodnocovanie USD voči euru. V súvislosti s očakávaným vplyvom PZI v automobilovom priemysle na zníženie deficitu obchodnej bilancie, ako aj na rast produktivity práce, ktorá by mala mať výrazne rýchlejšiu dynamiku ako v krajinách EÚ, sú odhady NBS založené na pokračujúcom zhodnocovaní reálneho rovnovážneho výmenného kurzu.

Umiernený mzdový vývoj, avizovaný konsolidačný vývoj verejných financií, vývoj výmenného kurzu v súlade s rovnovážnym a postupný pokles cien ropy vytvárajú predpoklady pre dosiahnutie úrovne maastrichtského inflačného kritéria v roku 2006. Už v roku 2005 v súvislosti s ukončením výrazného rozsahu deregulácií dôjde k výraznému poklesu inflácie v porovnaní s rokom 2004.

Pri zmene ktoréhokoľvek z uvedených predpokladov by mohla byť ohrozená makroekonomická rovnováha a splnenie maastrichtských kritérií v roku 2007. Na zabránenie rozširovania cenovej náklady bude NBS reagovať. Miera jej reakcie bude závisieť od charakteru šoku a bude vyžadovať aj spoluprácu fiškálneho okruhu a dôchodkovej politiky.

V oblasti fiškálnej politiky je hlavným cieľom podpora rastu ekonomiky, smerovanie k dlhodobu udržateľnej pozícii verejných financií, znižovanie miery prerozdelenia prostredníctvom verejných financií a splnenie maastrichtských kritérií. Vychádzajúc z týchto zámerov a ekonomických podmienok, rámce na zostavenie rozpočtov verejnej správy na roky 2005 až 2007 sú stanovené cielene tak, aby deficity rozpočtov verejnej správy, vyjadrené v metodike ESA 95, boli bez vplyvu zavedenia II. piliera dôchodkového systému maximálne na úrovniach 3,4% z HDP v roku 2005, 2,9% z HDP v roku 2006 a 1,9% z HDP v roku 2007.

### ***Výkon menovej politiky***

V roku 2004 pokračoval výkon menovej politiky v nezmenenom smerovaní, kedy pri rozhodovaní o zmene úrokových sadzieb ako hlavného menovo-politického nástroja, zohľadňovala BR NBS všetky faktory, ktoré ovplyvňovali vývoj inflácie predovšetkým v aktuálnom roku. Vzhľadom k tomu, že relatívne vysoká dynamika celkovej inflácie bola ovplyvnená najmä nákladovými faktormi pochádzajúcimi z rastu cien ropy, nepriamych daní a regulovaných cien, nepovažovala NBS za vhodné reštriktívnu menovou politikou reagovať na rast cien, ktoré sú mimo pôsobenia centrálnej banky. NBS sa sústredila hlavne na

elimináciu sekundárnych dopadov administratívnych opatrení. Na základe informácií o vývoji regulovaných cien a administratívnych opatrení bolo zrejmé, že vysoká inflácia má len dočasný charakter a po ukončení deregulácií, teda po ukončení prispôsobovania sa cien reálnym nákladom a po odstránení krízových dotácií, sa zníži dynamika inflácie na menej ako polovičnú úroveň už v roku 2005.

Vývoj inflácie v rámci programového intervalu a absencia dopytových tlakov vytvorili priestor pre znižovanie úrokových sadzieb v priebehu roka 2004. NBS tak reagovala na to, že prostredníctvom vývoja výmenného kurzu, v dôsledku jeho nadmernej apreciácie, dochádzalo k reštriktívnemu pôsobeniu na ekonomiku SR. Vývoj výmenného kurzu bol braný do úvahy nielen v aktuálnom roku, ale v kumulatívne aj za predchádzajúce roky. Súčasne bol dávajú do súvisu s odhadovaným vývojom rovnovážneho výmenného kurzu, ako aj štruktúry deficitu obchodnej bilancie, kde má bilancia automobilového priemyslu špecifické postavenie, pretože jej citlivosť na vývoj výmenného kurzu je nižšia.

Od roku 2005 sa bude NBS pri výkone menovej politiky zameriavať a vo vzťahu k verejnosti komunikovať strednodobý horizont a všetky rozhodnutia uskutočňovať vo vzťahu a so zameraním na dosiahnutie stanoveného cieľa inflácie meranej harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien. Vzhľadom na jednoznačný záväzok NBS dosiahnuť konkrétnu hodnotu inflácie v stanovenom časovom horizonte, považuje NBS za dôležité to, že bude obyvateľstvu a podnikom poskytovať nominálnu kotvu pre investičné a spotrebné rozhodovanie, ako aj v oblasti mzdových vyjednávaní. Práve ovplyvňovanie inflačných očakávaní verejnosti predstavuje pre centrálnu banku jeden z nástrojov ovplyvňujúcich splnenie stanoveného cieľa. V tejto súvislosti NBS deklaruje, že bude menovú politiku realizovať s hlavným cieľom plniť maastrichtské inflačné kritérium. Zároveň NBS očakáva, že vytvorenie nízkoinflačného prostredia a očakávaní sa potom odrazí aj v mzdových vyjednávaniach, ktoré budú reflektovať stanovenú úroveň cieľa inflácie.

V období členstva SR v ERM II bude NBS sledovať aj plnenie druhého z maastrichtských kritérií, a to výmenného kurzu. V strednodobom horizonte je plnenie kritéria výmenného kurzu v malej otvorenej ekonomike konzistentné s dosiahnutím stanoveného cieľa inflácie, a preto výmennému kurzu bude venovaná pozornosť vo vzťahu k vývoju inflácie a k celkovej pozícii ekonomiky. Pri jeho plnení bude NBS brať do úvahy tak definíciu tohto kritéria, ako aj prebiehajúcu reálnu konvergenciu SR, a to vo vzťahu k odhadovanej rovnovážnej úrovni výmenného kurzu, ktorý by mal zabezpečiť to, aby nevznikali makroekonomické nerovnováhy, a to aj s prihliadnutím k vývoju konkurencieschopnosti ekonomiky.

Splnenie maastrichtských kritérií v oblasti inflácie a výmenného kurzu je však podmienené adekvátnou fiškálnou politikou, ktorá spolu s menovou politikou bude prispievať k vytvoreniu nízkoinflačného prostredia a reagovať na nepredvídané šoky a okolnosti tak, aby bol spoločný záväzok splniť maastrichtské kritériá v roku 2007 a prijať euro v roku 2009 úspešne naplnený.

NBS nebude do vstupu do eurozóny meniť nástroje menovej politiky. Tie sa spolu s bázou pre výpočet PMR budú pravdepodobne harmonizovať tesne pred vstupom.

Súčasťou situačných správ sa na štvrtročnej báze stanú výsledky strednodobej modelovej simulácie, ktorá konzistentným spôsobom bude zahŕňať aktuálny a očakávaný vývoj jednotlivých ukazovateľov ekonomického vývoja, akými je vývoj HDP, miezd, výmenného kurzu, fiškálnej oblasti tak, aby bol vytvorený rámec pre identifikovanie faktorov a ich vplyvu na vývoj inflácie v strednodobom horizonte za účelom nastavenia menovej politiky, ktoré povedie k dosiahnutiu stanoveného cieľa.

## Záver

**Od roku 2005 sa režim menovej politiky zmení na inflačné cielenie, pričom však bude potrebné reflektovať prostredie členstva v ERM II.**

Táto zmena v stratégii menovej politiky vychádza z integračných ambícií SR do eurozóny, ktorých načasovanie je uvedené v oficiálnych dokumentoch. Vláda Slovenskej republiky a Národná banka Slovenska (NBS) v Konkretizácii stratégie prijatia eura, schválenej vládou 8. septembra 2004, predpokladá prijatie eura od 1.1.2009, čo znamená plniť konvergenčné kritériá potrebné na jeho prijatie (tzv. maastrichtské kritériá) od roku 2007.

Vzhľadom k tomu, že úroveň inflačného kritéria nie je fixná, ale variabilná, bude sa musieť jeho aktuálnej úrovni výkon menovej politiky prispôbiť.

Splnenie maastrichtských kritérií nie je izolovanou záležitosťou len menovej, alebo len fiškálnej politiky, ale týka sa celej spoločnosti. **Primárnou úlohou NBS bude realizovať kroky a rozhodnutia za účelom splnenia inflačného a kurzového maastrichtského kritéria, avšak v koordinácii a za spolupráce fiškálnej politiky, ako aj celkovej dôchodkovej politiky, najmä v mzdovej oblasti.** Každé odchýlenie od programu avizovanej fiškálnej konsolidácie môže spôsobiť protichodné reakcie trhu a zvýšiť možné náklady na prípadnú stabilizáciu.

V súlade so schválenou Konkretizáciou stratégie prijatia eura a v súlade so schváleným Aktualizovaným konvergenčným programom a Rozpočtom verejnej správy na roky 2005-2007 vstúpi SR do ERM II v prvej polovici 2006, t.j. aby bola splnená jedna z podmienok kurzového maastrichtského kritéria v podobe minimálne dvojročného členstva v tomto mechanizme výmenných kurzov. V oblasti výkonu menovej politiky sa NBS bude jednoznačne orientovať na strednodobý horizont a na splnenie inflačného cieľa.

**Detailná prognóza do roku 2008**

---

1.1 Externé prostredie	2
1.2 Inflácia	7
1.3 Ceny výrobcov	11
1.4 Zahraničná oblasť	13
1.5 Hrubý domáci produkt	19
1.6 Trh práce	24
1.7 Hospodárenie verejného sektora	30
1.8 Menové agregáty	31

## 1.1 Externé prostredie

Predpoklady vývoja externého prostredia Menového programu 2005 vychádzajú z prognózy Európskej komisie publikovanej 26. októbra 2004 a z prognózy Consensus Forecast z októbra, resp. septembra 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 októbra 2004 zahŕňa obdobie rokov 2005 a 2006 a na rozdiel od jarnej prognózy predpokladá, že oživenie globálnej ekonomiky dosiahlo svoj vrchol v roku 2004. Consensus Forecast (september, resp. október) vo svojej predikcii zahŕňa ešte stále obdobie rokov 2004 a 2005. Pri porovnaní prognóz EK a Consensus Forecast na roky 2004, resp. 2005 neexistujú prakticky žiadne významné rozdiely. Výraznejšie sa odlišuje prognóza Consensus Forecast iba v predikcii vývoja spotrebiteľských cien v roku 2005, keď v porovnaní s EK predpokladá vo väčšine vybraných krajín nižšiu dynamiku rastu cien.

### Tabuľka 1

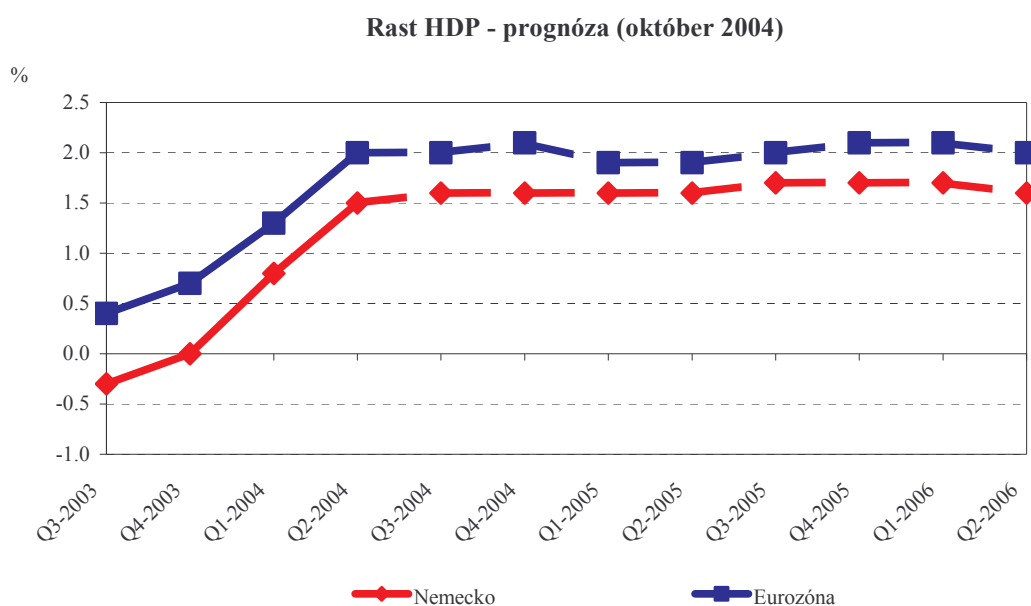
*Porovnanie prognózy vývoja spotrebiteľských cien Európskej komisie a Consensus Forecast*

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

Jesenná prognóza EK predpokladá v horizonte rokov 2005 a 2006 zmiernenie tempa rastu globálnej ekonomiky, ktoré však stále bude dosahovať relatívne vysokú úroveň okolo 4%. Hlavnými rizikami prognózy sú potenciálny dopad vysokých cien ropy na svetovú ekonomiku, zhoršenie externej a internej nerovnováhy v USA, ako aj riziko prudkého spomalenia hospodárskeho rastu v Číne. Očakávaný výrazný rast svetovej ekonomiky by sa mal odraziť aj vo vyššom raste importu tovarov, pričom rast svetového obchodu by mal zostať nezmenený.

Hospodársky vývoj **eurozóny**, následne po oživení v druhej polovici roku 2003, zaznamenal v prvej polovici roku 2004 výraznejšie ako očakávané tempo rastu HDP, pričom hlavným prorastovým faktorom bol export, zatiaľ čo príspevok domáceho dopytu bol relatívne slabý.

Graf 1



Zdroj: Consensus Forecast

Súčasná prognóza EK v porovnaní s jarnou teda pre eurozónu predpokladá celkovo vyššie tempo rastu HDP v roku 2004, pričom v horizonte rokov 2005 a 2006 by malo dôjsť k jeho miernemu spomaleniu. Hlavným dôvodom revízie prognózy hospodárskeho rastu v rokoch 2005 a 2006 smerom nadol je predovšetkým pokračujúci rast cien ropy.

Tabuľka 2

Porovnanie rastu HDP medzi jesennou a jarnou prognózou EK (2004)

	prognóza na rok 2004			prognóza na rok 2005		
	jar 2004	jeseň 2004	Rozdiel	jar 2004	jeseň 2004	Rozdiel
EÚ	2,0	2,5	0,5	2,4	2,3	-0,1
EMÚ	1,8	2,1	0,3	2,3	2,0	-0,3
Nemecko	1,6	1,9	0,3	1,8	1,5	-0,3
Francúzsko	1,8	2,4	0,6	2,4	2,2	-0,2
Taliansko	1,4	1,3	-0,1	2,0	1,8	-0,2
Česká republika	2,9	3,8	0,9	3,4	3,8	0,4
Maďarsko	3,2	3,9	0,7	3,4	3,7	0,3
Poľsko	4,6	5,8	1,2	4,8	4,9	0,1

Z pohľadu štruktúry rastu HDP sa v roku 2006 oproti roku 2005 očakáva výraznejší vplyv domáceho dopytu, zatiaľ čo príspevok čistého exportu by mal byť výrazne nižší. Rýchlejší rast domáceho dopytu by mal byť v období rokov 2005 a 2006 podporený predovšetkým súkromnou spotrebou a investíciami. V rámci prognózovaného obdobia sa očakáva v eurozóne mierne spomalenie rastu exportu.

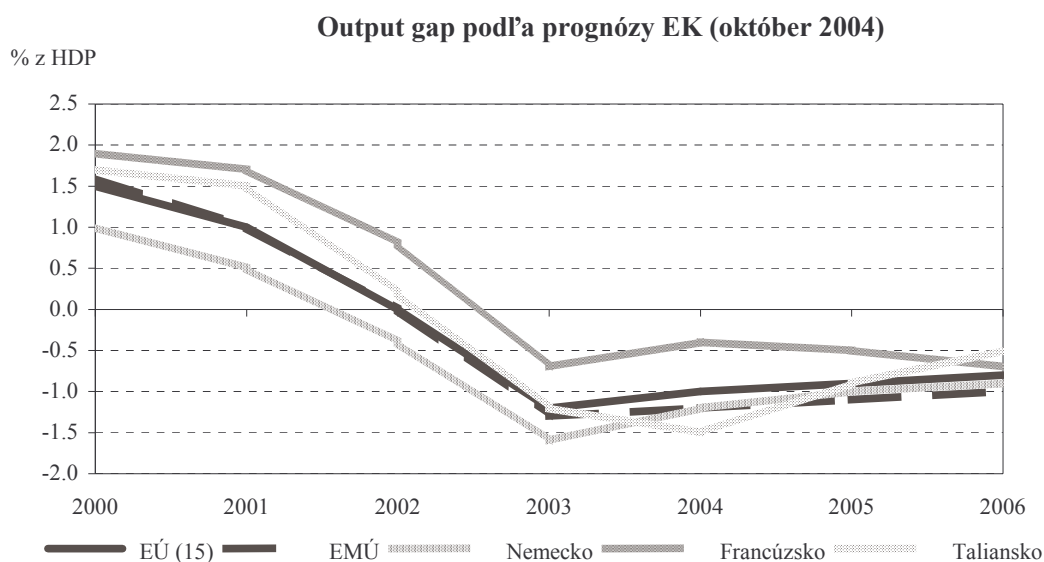
Tabuľka 3

Prognóza ekonomického vývoja eurozóny podľa Európskej komisie (október 2004) – medziročná percentuálna zmena

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
HDP	1,6	0,9	0,6	2,1	2,0	2,2
Súkromná spotreba	1,9	0,7	1,1	1,5	1,7	2,0
Spotreba vlády	2,6	3,1	1,6	1,5	1,1	1,6
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-0,1	-2,4	-0,5	2,2	3,2	3,6
Export tovarov a služieb	3,1	1,9	0,6	7,6	6,4	6,0
Import tovarov a služieb	0,8	0,6	2,6	7,1	6,7	6,6
Spotrebiteľské ceny	2,4	2,3	2,1	2,1	1,9	1,7

V rámci prognózovaného obdobia rokov 2005 a 2006 by sa reálny HDP mal pohybovať stále pod úrovňou potenciálu a uzatváranie zápornej produkčnej medzery by malo byť len postupné. Pretrvávanie zápornej produkčnej medzery by malo mať v rámci celého prognózovaného obdobia tlmiaci vplyv na cenový vývoj.

Graf 2



Zdroj: Európska komisia

Pri porovnaní jarnej a jesennej prognózy EK došlo k miernemu zvýšeniu prognózovaných hodnôt celkovej inflácie v eurozóne pre roky 2004 a 2005 predovšetkým v dôsledku posledného vývoja cien ropy. Prognóza predpokladá, že vyššie ceny ropy sa následne prejaví v cenách tovarov a služieb prostredníctvom zvýšenia vstupných nákladov na energie.

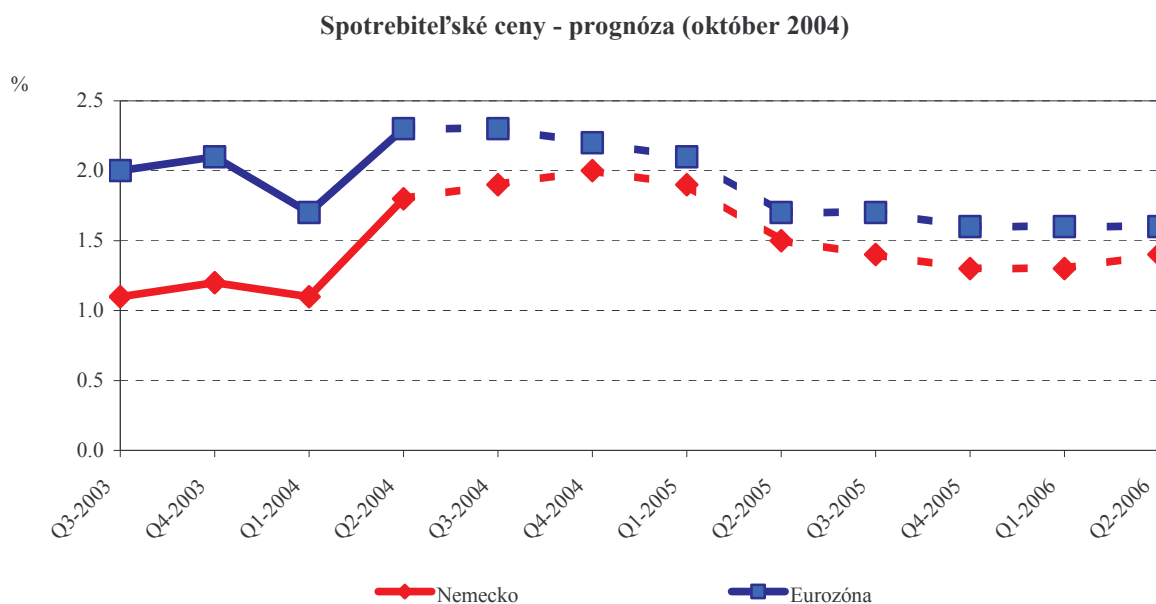


Tabuľka 4  
Porovnanie inflácie v jarnej a jesennej prognóze EK (2004)

	prognóza na rok 2004			prognóza na rok 2005		
	jar 2004	jeseň 2004	Rozdiel	jar 2004	jeseň 2004	Rozdiel
EÚ	1,7	2,2	0,5	1,7	2,1	0,4
EMÚ	1,8	2,1	0,3	1,6	1,9	0,3
Nemecko	1,2	1,7	0,5	1,1	1,3	0,2
Francúzsko	1,9	2,3	0,4	1,5	2,0	0,5
Taliansko	2,2	2,3	0,1	1,9	2,3	0,4
Česká republika	3,2	2,8	-0,4	2,4	3,1	0,7
Maďarsko	6,9	6,9	0,0	4,6	4,6	0,0
Poľsko	2,2	3,5	1,3	2,8	3,3	0,5

Inflácia v eurozóne sa v strednodobom horizonte očakáva mierne pod 2%. Počas celého prognózovaného obdobia sa predpokladá veľmi slabý vplyv domácich faktorov (nižší nárast nepriamych daní a regulovaných cien oproti roku 2004, mierny rast miezd, ako aj jednotkových nákladov práce), ako aj externých faktorov (spomalenie rastu cien ropy v rokoch 2005 a 2006 v porovnaní s rokom 2004).

Graf 3

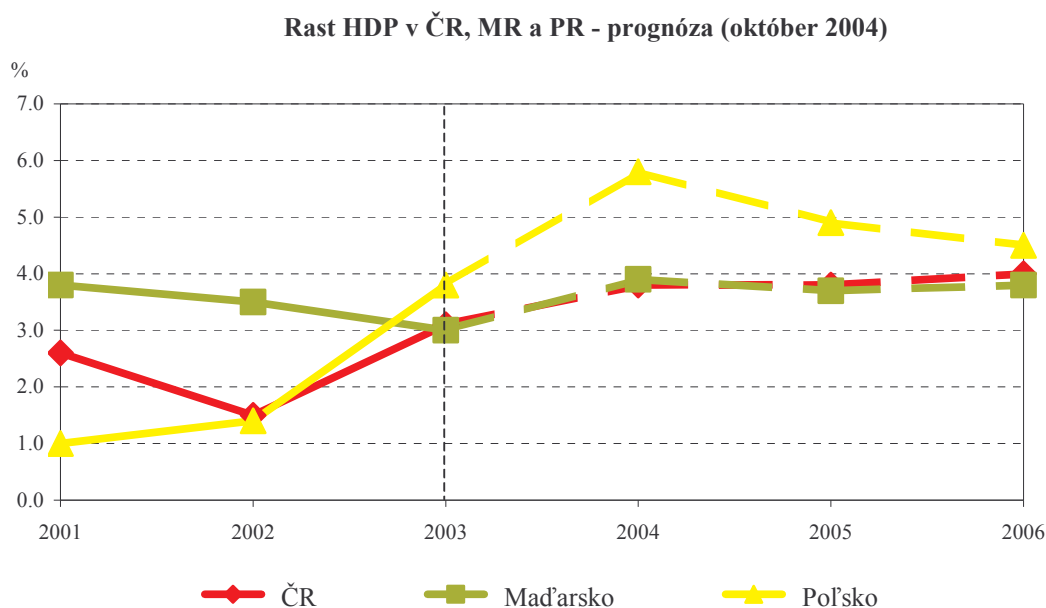


Zdroj: Consensus Forecast

**V nových členských krajinách EÚ**, menovite Českej republike, Maďarsku a Poľsku, sa v rokoch 2005 a 2006 očakáva v porovnaní s krajinami eurozóny naďalej relatívne výrazné tempo hospodárskeho rastu. V prípade Českej republiky sa predpokladá, že hlavným prorastovým faktorom budú investície, pričom v roku 2006 by zrýchlenie hospodárskeho rastu malo byť podporené aj externým sektorom. V Maďarsku počas celého prognózovaného obdobia by mal byť rast HDP podporený exportom, ktorého tempo rastu by sa však malo mierne spomaliť a investíciami, ktorých rast by mal naopak zaznamenať výrazné zrýchlenie. V Poľsku sa očakáva, že v priebehu rokov 2005 a 2006, z hľadiska štruktúry hospodárskeho

rastu, investície postupne nahradia export ako najdynamickejšiu komponentu agregátneho dopytu.

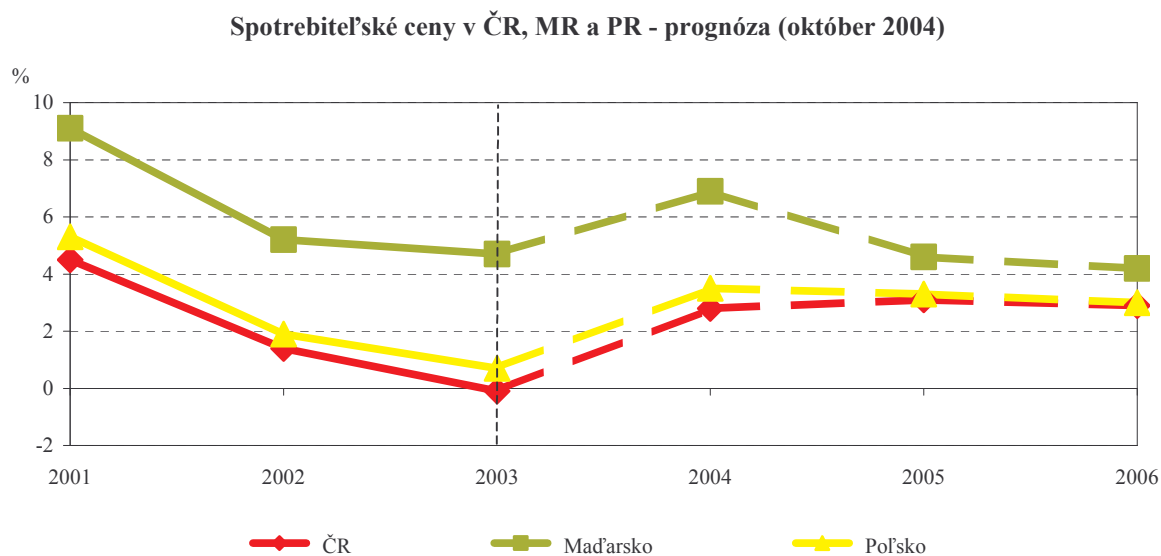
Graf 4



Zdroj: Európska komisia

V oblasti cenového vývoja prognóza predpokladá, že inflácia v Českej republike dosiahne v rámci prognózovaného obdobia úroveň 3% predovšetkým z dôvodu vysokých cien ropy na jednej strane a len veľmi pomalého uzatvárania zápornej produkčnej medzery na strane druhej. V Maďarsku sa v priebehu rokov 2005 a 2006 očakáva mierne zrýchlenie dezinflačného procesu, ktorý začal v druhej polovici roka 2004. Inflácia v Poľsku zaznamenala v roku 2004 výrazné zrýchlenie predovšetkým v dôsledku nárastu cien potravín a ropy, ako aj v dôsledku zvýšenia nepriamych daní v súvislosti so vstupom do EÚ. V rokoch 2005 a 2006 sa preto očakáva postupné spomalenie rastu cien.

Graf 5



Zdroj: Európska komisia

## Predpoklady vývoja cien ropy na svetových trhoch

Očakávaná cena ropy v období 2005-2008 je založená na cenách kontraktov futures s ropou typu Brent v čase vypracovania menového programu. Predpokladá sa, že cena ropy v roku 2005 dosiahne priemernú hodnotu 40,8 USD/b, v roku 2006 36,8 USD/b, v roku 2007 dosiahne priemer 34,6 USD/b a v roku 2008 34,2 USD/b. Tento pokles odráža očakávaný rýchlejší rast ponuky oproti dopytu v dôsledku nedodržiavania kvót a obmedzení členských krajín OPEC, ako aj výrazný rast produkcie nečlenských štátov a spomalenie dopytu v Číne.

## 1.2 Inflácia

### Aktuálny vývoj

V novembri sa spotrebiteľské ceny zvýšili oproti rovnakému obdobiu minulého roka v úhrne o 6,3% (v októbri o 6,6%) a jadrová inflácia dosiahla hodnotu 2,0% (v októbri 2,4%). V priemere za jedenásť mesiacov roka sa spotrebiteľské ceny zvýšili o 7,7%. Vývoj spotrebiteľských cien bol v novembri ovplyvnený medziročným poklesom cien potravín (v októbri stagnovali), ako aj pokračujúcim poklesom cien obchodovateľných tovarov bez pohonných hmôt. V rámci jadrovej inflácie vysokú medziročnú dynamiku si naďalej udržali ceny pohonných hmôt (ich rast sa oproti októbri mierne spomalil), zrýchlil sa rast cien trhových služieb. Tempo rastu regulovaných cien na medziročnej báze sa nezmenilo, keď rovnako ako v októbri zaznamenali zvýšenie o 15,0%. Medziročná dynamika čistej inflácie bez pohonných hmôt sa v novembri spomalila na 2,7% z 2,8% zaznamenaných v októbri.

### Odhad do konca roka 2004

Medziročná miera celkovej, ako aj jadrovej inflácie by sa na konci roka 2004 mala pohybovať približne v strede programového pásma. Odchýlky skutočného rastu cien v porovnaní so stredom odhadu AMP 2004 boli spôsobené faktormi, ktoré nie sú ovplyvniteľné nástrojmi menovej politiky (regulované ceny, ceny potravín, ceny pohonných hmôt).

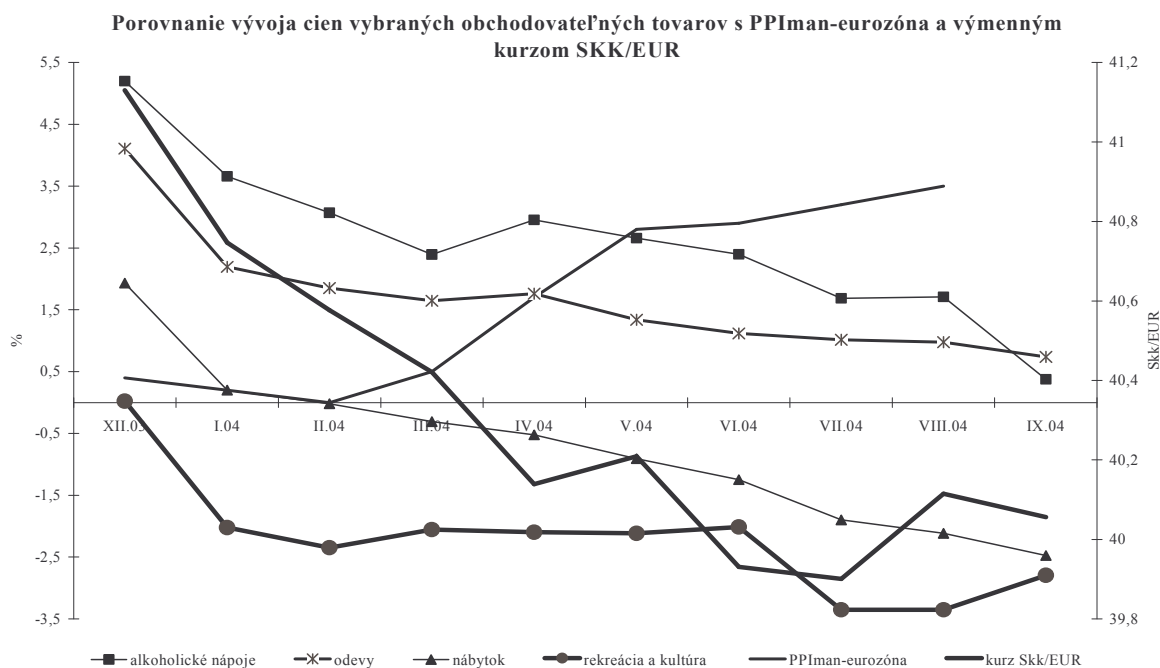
### Vývoj spotrebiteľských cien v novembri 2004 - porovnanie s predpokladmi AMP 2004 (zmena v %)

	AMP 2004 na koniec roka		Skutočnosť november	Odhad na koniec roka	Rozdiel odhadu a AMP*
	Min.	max			
Úhrn v %	5,7	7,0	6,3	6,3	0,0
Regulované ceny v %	13,1	13,6	15,0	15,0	1,4
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	3,22	3,35	3,69	3,69	0,34
Vplyv zmeny nepriamych daní v neregulovaných cenách - podiel na úhrne v percent. bodoch	1,14	1,14	1,13	1,13	-0,01
Jadrová inflácia v %	1,9	3,4	2,0	2,0	0,0
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	1,39	2,49	1,45	1,45	0,00
Potraviny v %	-0,4	2,6	-1,4	-1,4	-1,0
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	-0,17	0,50	-0,27	-0,27	0,10
Obchodovateľné tovary v %	1,2	1,8	0,4	0,3	-0,9
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	0,41	0,64	0,14	0,09	-0,32
Trhové služby v %	5,5	7,1	8,2	8,5	1,4
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	1,05	1,36	1,57	1,63	0,27
Čistá inflácia	2,7	3,7	3,2	3,2	0,0
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	1,46	1,99	1,72	1,72	0,00
Čistá inflácia bez PHM	2,6	3,4	2,7	2,8	0,0
<i>podiel na úhrne v percent. bodoch</i>	1,34	1,75	1,38	1,44	0,00

\*kladná hodnota, ak odhad na koniec roka je vyšší od maximálnej hodnoty AMP, záporná hodnota, ak odhad na koniec roka je nižší od minimálnej hodnoty AMP, nula znamená v rámci programového pásma.

Vyšší rast regulovaných cien súvisel predovšetkým s výraznejším zvyšovaním cien v zdravotníctve a doprave (hlavne MHD), t. j. takých regulovaných cien, ktoré sú v kompetencii vlády alebo iných verejných inštitúcií.

Medziročný pokles cien obchodovateľných tovarov a cien potravín bol spôsobený externými nákladovými faktormi, kde sa výraznejšie prejavil efekt zhodnocovania výmenného kurzu a konkurencie v maloobchode v porovnaní s očakávaniami. Pomalšia dynamika cien obchodovateľných tovarov bez pohonných hmôt kompenzovala výrazný rast cien pohonných hmôt.



V priebehu roku 2004 cena ropy reagovala na viaceré faktory na strane ponuky aj dopytu. Na jednej strane na rastúcu cenu ropy pôsobil výrazný dopyt v Číne a obnovenie svetovej hospodárskej aktivity a na druhej strane to boli politické riziká v Rusku, Venezuele a Nigérii a bezpečnostné riziká v Iraku, ktoré ohrozovali prísun tejto komodity na svetové trhy (predpoklad ceny ropy v AMP bol založený na hodnotách futures kontraktov, podľa ktorých priemerná cena ropy od mája do decembra 2004 mala dosiahnuť 31 USD/barel). Od mája do novembra cena ropy dosiahla v priemere 41,28 USD/barel. Podľa skutočného vývoja do novembra a hodnoty futures kontraktov na december sa očakáva, že jej priemerná cena v roku 2004 by mala dosiahnuť 38,08 USD/barel.

Ceny trhových služieb sa na medziročnej báze pohybujú nad programovým pásmom AMP 2004, keď v dynamike ich cien sa stále odrážajú hlavne nákladové faktory (napr. energie v službách spojených s bývaním, DPH v cene závodného stravovania). Výraznejší rast cien bol zaznamenaný aj v položkách, pri ktorých to NBS vo svojej predikcii nepredpokladala, napr. v závodnom stravovaní. V novembri 2004 vzrástli ceny trhových služieb o 8,2%, pričom príspevok závodného stravovania k uvedenému rastu predstavoval 1,29 percentuálneho bodu. K celkovej inflácii závodné stravovanie prispelo 0,25 percentuálneho bodu. Vplyv nákladových faktorov by mal v cenách trhových služieb pokračovať aj v decembri, preto je možné očakávať, že medziročná dynamika cien trhových služieb by sa mala udržať a pohybovať nad programovým intervalom AMP.

## Spotrebiteľské ceny

(%)

		2003	Odhad MP 2004	Odhad AMP 2004	Skutočnosť november 2004	Odhad na rok 2004 <sup>1</sup>
HICP inflácia	Medziroč. miera	9,3	-	5,6-7,1	6,0	5,9-6,1
	Priem. medziroč. miera	8,5	-	-	7,5	7,3-7,4
Celková inflácia	Medziroč. miera	9,3	5,5-7,3	5,7-7,0	6,3	6,1-6,4
	Priem. medziroč. miera	8,5	7,2-8,2	7,3-7,7	7,7	7,5-7,6
Jadrová inflácia	Medziroč. miera	3,0 <sup>2</sup>	1,2-3,5 <sup>2</sup>	1,9-3,4 <sup>3</sup>	2,0 <sup>3</sup>	1,8-2,1 <sup>3</sup>
	Priem. medziroč. miera	2,6 <sup>2</sup>	1,8-3,0 <sup>2</sup>	2,4-3,0 <sup>3</sup>	2,7 <sup>3</sup>	2,5-2,6 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> odhad na základe aktuálneho vývoja do novembra<sup>2</sup> bez povinného zmluvného poistenia<sup>3</sup> vrátane povinného zmluvného poistenia**Vývoj spotrebiteľských cien v rokoch 2005 až 2008**

Predikcia vývoja spotrebiteľských cien v rokoch 2005 až 2008 predpokladá, že regulácia cien sieťových odvetví bude prebiehať podľa súčasných pravidiel, t. j., že ceny (elektrická energia, zemný plyn, teplo, vodné a stočné) bude určovať nezávislý Úrad pre reguláciu sieťových odvetví (ÚRSO), pričom sa vychádza z platných a vydaných výmerov, ako aj zverejnených informácií ÚRSO o predpokladoch zvyšovania regulovaných cien v rokoch 2005-2006. Odhad zvyšovania regulovaných cien je tiež založený na predpokladoch Ministerstva výstavby a regionálneho rozvoja (od januára 2005 bude pravdepodobne úprava cien nájomného opäť v kompetencii Ministerstva financií SR) a predpokladoch požadovaného zvýšenia cestovného zo strany dopravných spoločností. Na základe vývoja v minulosti je odhadované aj zvýšenie ďalších regulovaných cien (ako je napr. ubytovanie na vysokoškolských internátoch, školské stravovanie, ceny v zdravotníctve a pod.). Regulované ceny v roku 2005 by mali vzrásť hlavne v dôsledku rýchlejšieho nárastu cien zemného plynu (vplyv vyššej ceny ropy) a tepla. Podľa európskych predpisov, ako aj podľa nového zákona o energetike, by mali mať domácnosti od roku 2007 možnosť vyberať si dodávateľa elektrickej energie a plynu, čo by malo byť spojené aj s voľnou tvorbou ich cien.

Zvýšenie ďalších regulovaných cien (ako je napr. ubytovanie na vysokoškolských internátoch, školské stravovanie, ceny v zdravotníctve) by malo predstavovať v roku 2005 príspevok k celkovej inflácii asi 0,3 a v ďalších rokoch 0,1 percentuálneho bodu (odhad je založený na podobnom vývoji v minulých rokoch).

Očakávaný nárast regulovaných cien (v %) a príspevky k celkovej inflácii (v perc. bodoch)

Názov reprezentanta	2005		2006		2007		2008	
	Očakávaný rast	Príspevok	Očakávaný rast	Príspevok	Očakávaný rast	Príspevok	Očakávaný rast	Príspevok
Elektrická energia	2,4	0,1	1,6	0,1	2,2	0,1	2,1	0,1
Tepelná energia	7,7	0,4	3,8	0,2	2,2	0,1	2,1	0,1
Zemný plyn	12,0	0,5	3,8	0,2	2,2	0,1	2,1	0,1
Železničná dopr.	7,6*	0,0	3,8	0,0	2,2	0,0	2,1	0,0
Autobusová dopr.	7,6*	0,2	3,8	0,1	2,2	0,1	2,1	0,1
Vodné	15	0,1	3,9	0,0	2,2	0,0	2,1	0,0
Stočné	35	0,2	3,9	0,0	2,2	0,0	2,1	0,0
Poštovné	7,6	0,0	3,8	0,0	2,2	0,0	2,1	0,0
Nájomné	7,6	0,1	3,8	0,0	2,2	0,0	2,1	0,0
SPOLU		1,6		0,6		0,4		0,4

\*ceny vo verejnej doprave by sa mali podľa posledných informácií zvýšiť pravdepodobne od polovice roka 2005, keď by sa mal dohodnúť (medzi ministerstvom dopravy, financií a dopravcami a VÚC) a vstúpiť do platnosti nový systém financovania dopravy vo verejnom záujme

Z administratívnych opatrení by sa vo vývoji spotrebiteľských cien malo prejavovať zavedenie spotrebných daní na tabak a na energie od roku 2007. Pri odhadoch tohto vplyvu NBS vychádzala zo schváleného harmonogramu, ktorý špecifikuje daňové zaťaženie v jednotlivých

rokoch. Na základe toho možno predpokladať ďalšie zvýšenie daní najskôr v roku 2007 (aj v Návrhu rozpočtu verejnej správy na roky 2005 až 2007 sa v roku 2007 počíta s dodatočným príjmom 0,5 mld. Sk zo spotrebnej dane z tabaku a tabakových výrobkov). Z hľadiska splnenia maastrichtského kritéria inflácie, ako aj inflačného cieľa, NBS však považuje za vhodné realizovať úpravy týchto daní tak, aby sa minimalizoval ich negatívny vplyv na cenový vývoj v čase hodnotenia pripravenosti Slovenska na vstup do eurozóny. V roku 2007 sa predpokladá aj vplyv zavedenia dane na energie, čo by však malo mať len minimálny dopad na vývoj inflácie.

Dynamika spotrebiteľských cien v rokoch 2005-2008 by mala byť ovplyvnená hlavne vývojom cien v obchodovateľnom a neobchodovateľnom sektore, keď s pokračujúcim poklesom miery deregulácií a pokračujúcou liberalizáciou bude vplyv týchto sektorov na vývoj celkovej inflácie narastať.

V obchodovateľnom sektore je neistota spojená s cenami potravín, predovšetkým v prvom polroku 2005, kedy by sa mohlo v ich cenách ešte prejavovať prijatie Spoločnej poľnohospodárskej politiky (očakávaný vplyv približne 0,3 p.b. na vývoj celkovej inflácie). Vstup nových predajcov na maloobchodný trh potravín na jednej strane a reštrukturalizácia v spracovateľských firmách, otvorenie trhu na strane druhej by mali spôsobiť, že dynamika cien potravín by sa v ďalšom období mala pohybovať na mierne vyššej úrovni v porovnaní so „starými“ členskými štátmi EÚ (t.j. v porovnaní s priemerným rastom cien v krajinách EÚ 15 okolo 1,5%). Na ceny potravín by naopak tlmiaco mohla vplývať pokračujúca reforma Spoločnej poľnohospodárskej politiky, v ktorej sa uvažuje aj so znižovaním intervenčných cien a uľahčením prístupu exportu z tretích krajín na trh EÚ.

V cenách obchodovateľných tovarov (priemyselných tovarov) by mala pôsobiť predovšetkým nízka dovezená inflácia a rozvinuté konkurenčné prostredie podporené aj vstupom do EÚ. Počas celého predikovaného obdobia v rokoch 2005-2008 budú ceny obchodovateľných tovarov pravdepodobne najstabilnejšou zložkou spotrebného koša. Ich vývoj by v podstate mal kopírovať, po zohľadnení pohybu výmenného kurzu, dynamiku obchodovateľných tovarov v celej Európe, ktoré dlhodobo dosahujú medziročný rast 0,8 percenta. Ceny pohonných hmôt, ktoré sú zahrnuté v rámci obchodovateľných tovarov, by mali byť v súlade s predpokladaným vývojom cien ropy na svetových trhoch, čo by mohlo znamenať ich postupný pokles (pri predpoklade vývoja cien ropy z kontraktov futures).

V roku 2005 by sa malo prorastové pôsobenie nákladových faktorov zvyšovania regulovaných cien (resp. cien energií) v cenách trhových služieb (tzv. sekundárne efekty) výraznejšie spomaliť. Súčasne by sa v cenách trhových služieb mal prejavovať aj rast cien povinného zmluvného poistenia osobných motorových vozidiel (o viac ako 20%). V rokoch 2005-2008 by sa v cenách trhových služieb mohol skôr prejavovať efekt reálnej konvergencie (Balassa – Samuelsonov efekt, tzv. BSE efekt), ktorý by mal k celkovej inflácii prispieť približne jedným percentuálnym bodom.

Prorastovo na vývoj cenovej hladiny v rokoch 2005 až 2008 by mohlo vplývať zrýchlenie rastu reálnych a nominálnych miezd (nad odhady NBS). Rast reálnych miezd spolu s miernym rastom zamestnanosti, rozvojom spotrebného úverovania a splátkového predaja by mali prispievať k zvýšenej spotrebe, ktorá sa však skôr prejaví v rastúcom dovoze spotrebného tovaru. V menovom programe predikovaný vývoj konečnej spotreby domácností a nominálnych miezd by nemal vytvárať nežiaduce dopytové tlaky. Možno očakávať, že vplyv

reálnej konvergencie by sa mal prejavovať v rokoch 2005 až 2008 najviac v cenách trhových služieb (nakoľko ich nemožno substituovať dovozmi).

Uvedené predpoklady cenového vývoja sú konzistentné so stanoveným inflačným cieľom.

Inflačný cieľ NBS

		2005	2006	2007	2008
HICP inflácia (%)	medziročná miera	3,5% ±0,5 p. b.	pod 2,5	pod 2,0	pod 2,0

plnenie ku koncu roka

### ***Riziká pre vývoj inflácie v rokoch 2005-2008***

- ceny nerastných surovín: Rizikovými faktormi pre vývoj spotrebiteľských cien v prognózovanom období, ktoré môžu pôsobiť prorastovo, ale aj tlmiačo, bude predovšetkým vývoj cien ropy na svetových trhoch a vývoj výmenného kurzu (či už výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru alebo kurzu eura voči americkému doláru). K inému ako očakávanému vývoju ceny ropy by mohlo dôjsť v prípade vyhrotenia konfliktu na Blízkom a Strednom východe, politická neistota v producentných krajinách (Rusko, Venezuela, Nigéria), ako aj pokračujúca hospodárska expanzia vo svete a predovšetkým v Číne. Rovnako nábeh nových producentných kapacít (Irak) sa môže spomaliť.
- kurzový vývoj (tak voči EUR ako aj USD): Základná projekcia inflácie je založená na predpoklade zhodnocovania rovnovážneho výmenného kurzu v súlade s vývojom ekonomických fundamentov. Predovšetkým výraznejšie oslabenie nominálneho výmenného kurzu slovenskej koruny môže ohroziť splnenie inflačného cieľa, keď by sa do cien v obchodovateľnom sektore mohol znehodnotený kurz preniesť cez vyššie ceny dovozov.
- ceny potravín: Riziko predstavujú aj ceny potravín. Na ich vývoj bude vplývať doznievanie prijatia zásad Spoločnej poľnohospodárskej politiky, úrodnosť v nasledujúcich rokoch, ako aj reforma Spoločnej poľnohospodárskej politiky.
- vývoj regulovaných cien: Určitá miera neistoty je spojená aj so zvyšovaním regulovaných cien, predovšetkým cien energií (ako bude prebiehať regulácia a liberalizácia trhu, situácia na európskom trhu s energiami) a s tým súvisiacimi možnými sekundárnymi efektami v neregulovanej časti spotrebného koša. Pre rok 2005 zatiaľ neboli zverejnené ceny niektorých regulovaných položiek (teplo, doprava, poštovné, nájomne), čo rovnako predstavuje určitú mieru neistoty.
- rozhodnutia vlády ohľadne zmien spotrebných daní: Vzhľadom na neistotu o čase a výške zmien v spotrebných daniach na cigarety v rokoch 2005-2008 môžeme aj to považovať za riziko.
- vyšší fiškálny deficit v porovnaní s predpokladmi Aktualizovaného konvergenčného programu

### **1.3 Ceny výrobcov**

#### ***Aktuálny vývoj od začiatku roka***

Ceny priemyselných výrobcov pre tuzemsko sa v októbri zvýšili oproti predchádzajúcemu mesiacu v úhrne o 0,6%, pri raste cien produktov priemyselnej výroby o 0,6% a elektrickej energie, plynu, pary a teplej vody o 0,5%. Ceny nerastných surovín poklesli o 0,4%.

Medziročné tempo rastu cien priemyselných výrobcov pre tuzemsko dosiahlo v októbri 4,7% (v priemer od začiatku roka 3,2%). Prispel k tomu predovšetkým dynamickejší rast cien produktov priemyselnej výroby (o 5,9% v októbri, od začiatku rok v priemere o 3,1%) a v menšej miere aj rast cien elektrickej energie, plynu, pary a teplej vody.

#### **Odhad do konca roka 2004**

V roku 2004 očakávame v priemere mierne výraznejší rast cien priemyselných výrobcov v porovnaní s AMP 2004 predovšetkým v dôsledku vysokej ceny ropy a tým vyšších cien rafinérskych ropných produktov a dynamického rastu cien kovových výrobkov. Ceny potravinárskych výrobkov sa vyvíjali v súlade s očakávaniami. Ceny domácich producentov energií sa vyznačovali pomalším ako očakávaným rastom (predovšetkým ceny elektrickej energie pre výrobcov), keďže sa prejavili jednak výhody liberalizácie trhu s energiami pre výrobcov, ako aj širšie možnosti pásmového a sezónneho odberu, čo taktiež šetrilo výrobcom náklady.

Predikcia cien priemyselných výrobcov na rok 2004  
(priemerná ročná zmena v %)

	AMP 2004	Skutočnosť január –október 2004	2004 Odhad (stredné hodnoty)
Priemyselná výroba	3,0	3,2	3,4
z toho:			
- produkty priemyselnej výroby	2,2	3,1	3,5
- elektrická energia, plyn, para, tep. voda	4,2	3,3	3,2

#### **Predikcia na roky 2005 – 2008**

V roku 2005 predpokladáme udržanie rastu cien produktov priemyselnej výroby a tým aj celkových cien v priemysle približne na úrovni roku 2004. Jedným z dôvodov pokračujúceho rastu je vysoká dynamika cien produktov priemyselnej výroby na konci roka 2004 (predovšetkým cien rafinérskych ropných a kovových výrobkov). Medzi ďalšie faktory možno zaradiť očakávanie vyšších cien energií, hlavne zemného plynu v porovnaní s rokom 2004. V ďalších rokoch by sa dynamika cien produktov v priemysle mohla znížiť približne na polovičnú úroveň najmä z dôvodu doznievajúceho vplyvu vonkajších nákladových faktorov.

Predikcia cien priemyselných výrobcov do roku 2008 (priemerná ročná zmena v %)

	2004	2005	2006	2007	2008
Priemysel spolu	3,4	3,3	1,3	1,3	1,2
z toho:					
Produkty priemyselnej výroby	3,5	3,2	1,1	1,2	1,2

#### **Riziká predpokladaného vývoja cien priemyselných výrobcov:**

- cena ropy na svetových trhoch
- ceny potravín
- výmenný kurz SKK/EUR a SKK/USD

Vyššie uvedené riziká sú podrobnejšie popísané v časti "Inflácia".



## 1.4 Zahraničná oblasť

### Vývoj platobnej bilancie v roku 2004

#### Aktuálny vývoj od začiatku roka

Bežný účet platobnej bilancie dosiahol za deväť mesiacov deficit 27,7 mld. Sk a medziročne vzrástol o 18,5 mld. Sk. Na tomto zvýšení sa najvyššou mierou podieľala obchodná bilancia a bilancia výnosov. V rámci obchodnej bilancie, ktorej deficit sa zvýšil o 7,5 mld. Sk, došlo v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roku k poklesu tempa rastu vývozu (z 21,6% na 13,3%) a k zrýchleniu rastu dovozu (z 12,5% na 14,2%)<sup>2</sup>. Vysoký deficit bilancie výnosov, ktorý za deväť mesiacov dosiahol 13,7 mld. Sk, sa medziročne zvýšil o 8,7 mld. Sk a bol spôsobený nárastom platieb v položke výnosy z priamych investícií. Podnikom so zahraničnou majetkovou účasťou, bolo vyplatených trikrát viac dividend ako v rovnakom období minulého roku. Podiel deficitu bežného účtu na HDP vzrástol z minuloročných 0,8% na 2,8%.

#### Odhad do konca roka 2004

Doterajší vývoj bežného účtu, ako aj jeho predikcia za obdobie do konca roka viedli k zvýšeniu odhadu deficitu bežného účtu v roku 2004 z 15,7 mld. Sk na 46,0 mld. Sk. Rast deficitu obchodnej bilancie (o 14,5 mld. Sk v porovnaní s AMP), by mal byť dôsledkom hlavne rýchlejšieho rastu dovozu. Najvyšší rozdiel oproti AMP by mal nastať v bilancii výnosov (o približne 11 mld. Sk). Treťou položkou bežného účtu, u ktorej dôjde s veľkou pravdepodobnosťou k zníženiu jej kladného salda, bude bilancia transferov (o 5 mld. Sk).

Položky bežného účtu v mld. Sk	2004 – MP	2004 – AMP	2004 – odhad
Obchodná bilancia	-46,1	-32,0	-46,5
Vývoz	840,3	867,6	879,4
Dovoz	886,4	899,6	925,9
Bilancia služieb	12,9	9,7	9,7
Bilancia výnosov	-3,2	-3,6	-14,7
Bežné transfery	6,0	10,2	5,5
<b>Bežný účet</b>	<b>-30,4</b>	<b>-15,7</b>	<b>-46,0</b>
<b>Podiel BÚ na HDP v %</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-3,5</b>
<b>Podiel OB na HDP v %</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,5</b>

Odhad vývoja zahraničného obchodu na rok 2004 komplikuje zmena metodiky zisťovania mesačných hodnôt dovozu a vývozu, keď sa od mája prešlo od zavedenej metodiky na základe colných deklarácií, k novej metodike založenej na hláseniach podnikových jednotiek (okrem skutočnosti, že určitá časť dovozu a vývozu sa odhaduje, že niektoré podniky posielajú svoje hlásenia oneskorene, čo spôsobuje spätné korekcie hodnôt predchádzajúcich mesiacov, došlo v roku 2004 aj k mesačnému posunu vo vykazovaní v dovoze ropy a plynu).

Vývoz v mld. Sk	2004 – MP	2004 – AMP	2004 – odhad
Hotové výrobky	116,9	117,9	117,7
Stroje a dopravné zariadenia	421,1	444,7	413,0
Polotovary	253,2	253,6	276,2
Suroviny	49,1	51,4	72,5
Celkom	840,3	867,6	879,4

<sup>2</sup> Pri zverejnení údajov za október 2004 ŠÚ SR vykonal revíziu údajov o zahraničnom obchode za obdobie máj až september, pričom došlo k navýšeniu vývozu o 7,2 mld. Sk a dovozu o 2,4 mld. Sk, čo umožnilo zlepšenie doterajšieho salda zahraničného obchodu o 4,8 mld. Sk.

Predpoklad, že celkový rast vývozu by mal byť sústredený do rastu vývozu strojov a dopravných zariadení, zostal nezmenený, pričom došlo ku korekcii v odhade vývozu dopravných prostriedkov v súvislosti s vyšším ako očakávaným vplyvom čerpania dovoleniek. Na rozdiel od predchádzajúceho roku, keď v automobilovom priemysle nedošlo k odstaveniu výroby, v roku 2004 v dôsledku celozávodnej dovolenky boli odstavené niektoré výrobné linky v rámci obidvoch dovolenkových mesiacov, čo sa prejavilo vo výraznom poklese vývozu osobných automobilov. Prestavba výrobných liniek a s tým súvisiace ich predpokladané odstavenie v decembri môže spôsobiť, že medziročný nárast vývozu v skupine dopravné zariadenia bude podstatne nižší, ako bol predpoklad v AMP a prípadne môže predstavovať aj riziko nižšieho vývozu ako je uvedený v odhade. Rast vývozu surovín a polotovarov súvisí hlavne s rastom ceny ropy.

<b>Dovoz v mld. Sk</b>	<b>2004 – MP</b>	<b>2004 – AMP</b>	<b>2004- odhad</b>
Hotové výrobky	192,3	191,7	200,1
Stroje a dopravné zariadenia	324,7	329,7	314,7
Polotovary	263,9	266,2	277,7
Suroviny	105,5	112,0	133,4
Celkom	886,4	899,6	925,9

Rovnako ako pri vývoze aj v štruktúre dovozu došlo oproti AMP k zmenám v smere tak zníženia, ako aj zvýšenia jednotlivých položiek. Pokles dovozu strojov a dopravných zariadení súvisí so znížením vývozu osobných automobilov a potrebou dovozu na ich výrobu. Nárast dovozu v skupine suroviny a polotovary bol realizovaný v súlade s rastom cien ropy. Vyšší spotrebiteľský dopyt sa odrazí aj vo vyššom raste dovozu hotových výrobkov.

<b>mld. Sk</b>	<b>Vývoz</b>		<b>Dovoz</b>	
	<b>1 – 9 / 2003</b>	<b>1 – 9 / 2004</b>	<b>1 – 9 / 2003</b>	<b>1 – 9 / 2004</b>
Hotové výrobky	81,0	83,8	127,5	146,6
Stroje a dopravné zariadenia	274,7	314,5	203,2	232,1
Polotovary	186,0	208,9	181,9	205,1
Suroviny	39,9	52,2	85,7	99,6
Celkom	581,6	659,4	598,3	683,4

<b>mld. Sk</b>	<b>Vývoz</b>		<b>Dovoz</b>	
	<b>2003</b>		<b>2003</b>	
Hotové výrobky	111,2		178,9	
Stroje a dopravné zariadenia	391,1		285,9	
Polotovary	247,0		248,2	
Suroviny	53,7		113,6	
Celkom	803,0		826,6	

Okrem už uvedených rizík na strane vývozu, ktoré súvisia hlavne s vývojom vývozu osobných automobilov, existuje viacero rizík aj na strane dovozu. Nárast dovozu môže byť ovplyvnený iným ako očakávaným vývojom spotrebiteľského dopytu, čo by sa mohlo prejavíť v rýchlejšom raste dovozu hotových výrobkov. Rovnako pokračovanie rastu ceny ropy môže následne ovplyvniť dovoz nerastných surovín a niektorých polotovarov. Napriek tomu, že v dovoze v 2. polroku je zakomponovaný vyšší rast investičného dovozu, ako bol v 1. polroku, výraznejšie oživenie investičného dopytu v posledných mesiacoch môže byť rovnako rizikom predikcie dovozu a následne deficitu obchodnej bilancie.

Napriek tomu, že v roku 2004 nedôjde k nárastu vývozu automobilového priemyslu, z doterajšieho vývoja je možné predpokladať, že oproti roku 2003 sa mierne zvýši jeho čistý

export (vzhľadom na zvýšený vývoz automobilov, ktoré majú vyššie zapojenie domácich dodávateľov).

Odhad menového programu nepredpokladá výraznejšie zmeny tendencií jednotlivých položiek bilancie služieb. Deficit by mal zostať nezmenený, pričom vzhľadom na doterajší vývoj dôjde k poklesu objemu tak ich príjmov, ako aj výdavkov.

Najvyšší rozdiel oproti AMP by mal nastať v bilancii výnosov (o zhruba 11 mld. Sk), kde v roku 2004 dochádza k výraznému rastu platieb výnosov z priamych investícií zahraničným investorom (vyplatenie dividend, objem ktorých sa v AMP nedal na základe vývoja v predchádzajúcich rokoch predpokladať, pričom v platobnej bilancii sú zahrnuté aj dividendy, ktoré nie sú v rozpočte FNM a naopak).

Predpokladaný nižší prebytok bilancie transferov (o 5 mld. Sk) by mal byť spôsobený doterajším rýchlejšim rastom platieb súkromných prevodov do zahraničia, ako aj nenaplnením predpokladaných príjmov z povstupových zdrojov EÚ.

Odhad predikcie kapitálového a finančného účtu predpokladá prebytok vo výške 98,5 mld. Sk (AMP predpokladal prebytok 55,2 mld. Sk).

<b>Položky KFÚ v mld. Sk</b>	<b>2004 – MP</b>	<b>2004 – AMP</b>	<b>2004 – odhad</b>
Kapitálové transfery	10,0	7,0	3,5
Priame investície	53,2	50,9	42,5
v SR	55,0	52,7	43,0
PZI – komerčný sektor	38,0	40,0	40,0
PZI – oficiálny sektor	17,0	12,7	3,0
Portfóliové investície	-3,2	-2,5	13,5
Ostatný dlhodobý finančný účet	18,0	4,7	15,0
<i>Pasíva</i>	18,0	8,2	17,2
<i>Vláda + NBS</i>	22,6	19,2	17,8
<i>Komerčné banky</i>	-1,0	-0,5	2,0
<i>Podniky</i>	-3,6	-10,5	-2,6
Krátkodobý finančný účet	-12,0	-4,9	24,0
<b>Kapitálový a finančný účet</b>	<b>66,0</b>	<b>55,2</b>	<b>98,5</b>
<b>Zmena rezerv</b>	<b>-35,6</b>	<b>-39,5</b>	<b>-52,5</b>

Vzhľadom na skutočnosť, že prostriedky z predvstupových fondov boli čerpané len v malej miere, došlo k poklesu predikcie kapitálových transferov.

Významnú úlohu v príleve zdrojov v roku 2004 by mali v súlade s AMP zohrávať priame zahraničné investície. Nižší prílev PZI sa bude realizovať v privatizačných PZI, keď v roku 2004 sa realizoval len dopredaj 10% podielu SLSP zahraničnému investorovi.

Prílev kapitálu prostredníctvom portfóliových investícií by mal byť zabezpečený predajom vládnych obligácií denominovaných v Sk (zvýšenie z 5,0 mld. Sk v AMP na 20,0 mld. Sk v odhade je v súlade s doterajším vývojom, keď na rozdiel od roku 2003, v ktorom nerezidenti nakúpili vládne obligácie denominované v Sk za 4,0 mld. Sk, za deväť mesiacov roku 2004 nákup zo strany nerezidentov predstavoval takmer 22,5 mld. Sk).

Prílev ostatného dlhodobého kapitálu sa oproti AMP zvýšil o 10,3 mld. Sk. V rámci ostatného dlhodobého kapitálu na strane pasív došlo k najvýraznejšej zmene v podnikovom sektore.

Vyšší prílev dlhových zdrojov do komerčného sektora bol vyvolaný vyššou potrebou čerpania zahraničných zdrojov, ako bol predpoklad v AMP.

Pokles čistých krátkodobých aktív komerčných bánk, ktorý v najvyššej miere ovplyvňuje vývoj krátkodobého kapitálu, bude ovplyvnený vysokým predajom devíz centrálnej banke zo strany komerčných bánk. Pokles krátkodobých aktív komerčných bánk, ktorý sa najviac podieľa na náraste kapitálového a finančného účtu v roku 2004, odráža doterajší vývoj realizovaných intervencií a nákupov cudzej meny zo strany centrálnej banky (január až október), pričom sa neočakávajú ďalšie predaje centrálnej banke.

Realizované transakcie v sektore vlády a NBS (vrátane doterajšieho nákupu devíz od komerčných bánk) sa prejavujú v raste rezerv NBS o 52,5 mld. Sk t.j. o 1,6 mld. USD. Devízové rezervy ku koncu roka 2004 dosiahnu 13,7 mld. USD a budú postačovať na pokrytie 5,2 mesiaca dovozu tovarov a služieb.

Zahraničná zadlženosť vzrastie v roku 2004 na 19,6 mld. USD. Najvyšší nárast bude v sektore vlády v dôsledku emisie dlhopisov na zahraničných trhoch, ako aj zvýšeného záujmu o domáce dlhopisy denominované v Sk.

#### ***Predikcia platobnej bilancie na roky 2005 - 2008***

Príchod zahraničných investorov v oblasti automobilového priemyslu je hlavným predpokladom vývoja obchodnej bilancie a následne aj bežného účtu v rokoch 2005 až 2008.

<b>Položky bežného účtu v mld. Sk</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Obchodná bilancia	-69,3	-74,4	-24,3	-19,6
Vývoz	919,4	998,2	1 152,7	1 282,0
Dovoz	988,7	1 072,6	1 177,0	1 301,6
Bilancia služieb	10,0	10,5	10,8	11,0
Bilancia výnosov	-21,3	-17,3	-14,9	-12,7
Bežné transfery	11,0	12,8	12,0	12,0
<b>Bežný účet</b>	<b>-69,6</b>	<b>-68,4</b>	<b>-16,4</b>	<b>-9,3</b>
<b>Podiel BÚ na HDP v %</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>
<b>Podiel OB na HDP v %</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>

V celom predikovanom období sa očakáva postupný nárast vývozu, ktorý bude sústredený do rastu vývozu strojov a dopravných zariadení. Vývoz prvých automobilov sa bude realizovať v roku 2006, pričom sa predpokladá, že k najvyššiemu nárastu tejto skupiny dôjde v roku 2007, keď budú vyrábať obidve automobilky.

V ostatných skupinách je možné predpokladať stabilný vývoj s relatívne nízkymi tempami rastu s výnimkou surovín, kde vzhľadom na očakávaný vývoj ceny ropy by mohlo dôjsť k poklesu ich vývozu.

<b>Vývoz v mld. Sk</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Hotové výrobky	120,9	127,8	133,8	142,0
Stroje a dopravné zariadenia	450,6	515,0	652,9	755,4
Polotovary	285,6	299,3	313,9	332,8
Suroviny	62,3	56,1	52,1	51,8
Celkom	919,4	998,2	1 152,7	1 282,0

V dovoze okrem výrazného rastu komponentov pre výrobu automobilov v rokoch 2006 – 2008 (diely pre ich montáž budú zo 70% dodávané dodávateľmi zo zahraničia), ktorý sa premietne hlavne v dovoze dopravných prostriedkov, sa v roku 2005 a 2006 očakáva aj rast dovozu strojov potrebných pre ich výrobu.

Dovoz v mld. Sk	2005	2006	2007	2008
Hotové výrobky	215,4	229,5	245,5	265,1
Stroje a dopravné zariadenia	361,6	416,5	493,9	572,6
Polotovary	292,8	316,2	333,1	359,8
Suroviny	118,9	110,4	104,5	104,1
Celkom	988,7	1 072,6	1 177,0	1 301,6

V rámci bilancie služieb sa v uvedenom časovom horizonte nepredpokladajú väčšie výkyvy v oboch smeroch. Očakáva sa, že zvyšovanie prebytku bilancie služieb bude zabezpečené postupným znižovaním deficitu „iných služieb celkom“, v súlade s predpokladom vyššieho etablovania zahraničných investorov v SR v oblasti služieb.

Okrem zahraničného obchodu je možné relatívne vysoký deficit očakávať aj v bilancii výnosov v súvislosti so zahrnutím celého rozdeleného zisku do platobnej bilancie (vyplatené dividendy a reinvestovaný zisk). Od roku 2005 bude do výpočtov platobnej bilancie zahrnutá (na základe nového ročného výkazu o stave priamych zahraničných investícií) položka reinvestovaný zisk, ktorá sa prejaví ako vyššie platby bilancie výnosov a vyššie inkasá priamych zahraničných investícií. Presnejšie informácie o tejto položke podstatne zvýšia hodnotu reinvestovaného zisku, čo spôsobí aj zvýšenie deficitu bežného účtu. Očakávame, že rozdelený zisk podnikov a bánk sa bude v období 2005 – 2008 pohybovať na úrovni okolo 2% HDP, pričom väčšia váha bude na strane dividend (približne 60%).

Predpoklad postupného mierneho poklesu deficitu bilancie výnosov odráža nárast inkás úrokovej bilancie (v súvislosti s rastom devízových rezerv NBS) a pokles jej platieb (v dôsledku poklesu platených úrokov z úverov vlády).

Prebytok bežných transferov bude okrem súkromných transferov tvorený aj čistými príjmami z EÚ, ktoré vzniknú ako výsledok odvodov do rozpočtu EÚ a časti príjmov z príspevkov z rozpočtu a fondov EÚ.

Položky KFÚ v mld. Sk	2005	2006	2007	2008
Kapitálové transfery	8,0	7,0	6,5	6,0
Priame investície	90,0	103,9	41,0	39,5
v SR	91,0	105,0	42,5	42,0
PZI – komerčný sektor	71,0	72,0	42,0	42,0
PZI – oficiálny sektor	20,0	33,0	0,5	0,0
Portfóliové investície	-2,3	-1,1	-8,2	-10,3
Ostatný dlhodobý finančný účet	-37,0	-8,7	-11,8	-8,4
<i>Pasíva</i>	-37,0	-8,7	-11,8	-8,4
<i>Vláda + NBS</i>	-33,0	-7,7	-3,9	-1,6
<i>Komerčné banky</i>	1,0	2,0	0,5	0,5
<i>Podniky</i>	-5,0	-3,0	-8,4	-7,3
Krátkodobý finančný účet	-2,7	-2,5	-8,2	-10,9
<b>Kapitálový a finančný účet</b>	56,0	98,6	19,3	15,9
<b>Zmena rezerv</b>	13,5	-30,2	-2,9	-6,6

Očakávame, že vyfinancovanie záporného salda bežného účtu bude zabezpečené hlavne prílevom zdrojov formou priamych investícií a čiastočne zdrojmi z kapitálových transferov.

V MP sa predpokladá, že privatizácia štátneho majetku sa uskutoční hlavne v roku 2006, kedy by mali byť (na základe informácií z FNM) privatizované slovenské elektrárne.

Rozhodujúcu úlohu pri príleve PZI v roku 2005 – 2008 budú zohrávať investície do komerčného sektora vrátane výstavby automobiliek Peugeot a KIA na území SR, ktoré s veľkou pravdepodobnosťou pritiaľnu aj ďalších investorov zo zahraničia. V uvedenom období bude dôležitá zmena štruktúry, keď prílev priamych zahraničných investícií by mal smerovať najmä do priemyslu a služieb. V PZI v rokoch 2005 až 2008 je zahrnutý aj reinvestovaný zisk ako protipoložka k jeho hodnote v bilancii výnosov.

Deficit ostatných dlhodobých investícií sa bude v rokoch 2006 – 2008 pohybovať medzi 8,4 až 11,8 mld. Sk a bude ovplyvnený dvoma protichodnými tendenciami. Pokles deficitu bude v súlade s poklesom splátok úverov vlády a podnikovej sféry. Z hľadiska čerpania nových pôžičiek je možné očakávať, že podniková sféra bude využívať zahraničné zdroje v menšej miere ako v predchádzajúcich rokoch, čo spôsobí prevýšenie splácania nad čerpaním v podnikovej sfére a následne zvýšenie deficitu ostaného dlhodobého finančného účtu. Výnimku tvorí rok 2005, keď sa očakáva splátka bondov vlády emitovaných v roku 2003.

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.

V roku 2004 sa prejavil zvýšený záujem zahraničných bánk, resp. investorov nerezidentov o slovenské koruny, ktoré investujú do štátnych dlhopisov, alebo ukladajú ako korunové vklady v slovenských bankách. Ide o prostriedky, ktoré využívajú úrokový diferenciel resp. špekulujú na zhodnotenie kurzu Sk. Predikcia platobnej bilancie na roky 2005 – 2008 vychádza z predpokladu, že čisté zahraničné aktíva komerčných bánk sú výsledkom vývoja bežného, kapitálového a finančného účtu platobnej bilancie bez aktivít vlády a NBS (a bez zahrnutia špekulatívnych prostriedkov). Rast čistých zahraničných aktív v celom predikovanom období znamená, že prílev zdrojov zo zahraničia bude vyšší, ako je potrebný na financovanie deficitu bežného účtu a splatenie záväzkov podnikového a bankového sektora.

Vysoké splátky bondov spôsobia, že devízové rezervy NBS poklesnú v roku 2005 o 425,7 mil. USD resp. o 13,5 mld. Sk. Ich stav poklesne na 13,2 mld. USD a priemerné krytie dovozov tovarov a služieb na 4,6 mesiacov. Napriek tomu, že sa nepredpokladá s ďalšími emisiami eurobondov na zahraničných trhoch, stav devízových rezerv vzrastie v roku 2006 vplyvom výnosov z privatizácie na 14,2 mld. USD (medziročne o 1,0 mld. USD), v roku 2007 na 14,3 mld. USD a v roku 2008 na 14,5 mld. USD. Stav devízových rezerv bude ovplyvnený aj postupným poklesom splátok úverov vlády a úrokov z nich platených a nárastom inkasovaných úrokov v súvislosti s rastom devízových rezerv NBS.

V dôsledku tohto vývoja, ako aj vývoja dovozu tovarov a služieb, poklesne priemerné krytie dovozov tovarov zo 4,6 mesiaca v roku 2005 na 4,4 mesiaca v roku 2006, 4,0 mesiaca v roku 2007 a 3,7 mesiaca v roku 2008.

Prílev zdrojov na kapitálovom a finančnom účte zo zahraničia

Sektory mld. Sk	2005	2006	2007	2008
Podnikový	69,1	74,9	29,2	28,1
Sektor vlády a NBS	-7,0	31,3	2,6	3,3
Bankový (-, nárast)	-6,1	-7,6	-12,5	-15,6
<b>SPOLU</b>	<b>56,0</b>	<b>98,6</b>	<b>19,3</b>	<b>15,8</b>

Zo sektorového hľadiska bude prílev zdrojov zo zahraničia na kapitálovom a finančnom účte zabezpečovať hlavne 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 finančných úverov a poskytovaní nad prijímaním obchodných úverov, celkový prílev do podnikového bude prevyšovať deficit bežného účtu, čím sa zabezpečí rast čistých zahraničných aktív.

Zahranická zadlženosť vzrastie v roku 2005 na 19,0 mld. USD, v roku 2006 na 19,5 mld. USD, v roku 2007 na 19,6 mld. USD a v roku 2008 na 19,8 mld. USD.

## 1.5 Hrubý domáci produkt

### *Aktuálny vývoj od začiatku roka 2004*

Podľa AMP 2004 sa očakával reálny rast ekonomiky v roku 2004 v intervale 3,8-4,4%. Prognóza NBS počítala predovšetkým s prorastovým vplyvom domáceho dopytu, keď čistý export mal len mierne zrýchľovať celkovú dynamiku rastu ekonomiky v celoročnom vyjadrení.

Rýchlejší reálny rast HDP v 1. až 3. štvrtroku 2004 oproti predpokladom AMP 2004 bol ovplyvnený predovšetkým domácim dopytom. Prorastový príspevok domáceho dopytu súvisel s rýchlejšim oživením konečnej spotreby domácností (rast 3,2% za prvé tri štvrtroky), keď AMP 2004 predpokladal skôr postupné zosilňovanie spotrebného dopytu v priebehu roku 2004 (od 1,6% po 3,5% v 4. štvrtroku), v závislosti od času a rozsahu, v ktorom sa prejaví efekty implementovaných ekonomických reforiem. Rast súkromnej spotreby súvisel s rýchlejšim ako odhadovaným mzdovým nárastom, ktorý bol definovaný ako riziko prognózy v AMP. Výraznejšia dynamika nominálnych miezd v porovnaní s AMP závisela od správania sa podnikov, ktoré okrem jednorazového efektu presunu vyplatenia odmien z minulého roka na začiatok tohto roka inak, ako sme očakávali, zhodnotili svoju aktuálnu situáciu, ako aj situáciu v celej ekonomike. Zároveň sa vo väčšom rozsahu realizovala odložená spotreba obyvateľstva z predchádzajúceho obdobia, čo mohlo byť ovplyvnené aj aktivitami obchodných bánk v oblasti sprístupňovania rôznych foriem úverových zdrojov.

Z hľadiska štruktúry rastu sa naplnili očakávania týkajúce sa oživenia investičného dopytu, keď prvýkrát od roku 2001 vzrástli fixné investície. Vyššia tvorba hrubého kapitálu výrazne prispela k dynamickému rastu ekonomiky. Zvýšená investičná aktivita sa prejavila aj v čistom exporte, ktorý mierne tlmil reálny rast HDP.

Medziročná zmena komponentov rastu HDP v stálych cenách (%)

	AMP 2004 rok 2004	Skutočnosť 1. až 3. štvrtrok 2004	Odhad rok 2004
<b>HDP v s.c. 1995 - interval</b>	<b>3,8 - 4,4</b>		<b>5,3 - 5,7</b>
<b>- stred intervalu</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>
<b>Domáci dopyt</b>	4,2	5,3	5,4
v tom:			
Konečná spotreba domácností	2,5	3,2	3,6
Konečná spotreba verejnej správy	0,9	1,8	2,3
Koneč. spotr. nezisk. inštit. služ. dom.	6,9	5,3	5,7
Tvorba hrubého fixného kapitálu	5,9	3,4	5,8
<b>Čistý vývoz</b>			
Vývoz výrobkov a služieb	10,0	12,2	10,2
Dovoz výrobkov a služieb	10,2	12,9	11,0

**Príspevky komponentov k rastu HDP v stálych cenách\***

(perc. body)

	AMP 2004 rok 2004	Skutočnosť 1. až 3. štvrtrok 2004	Odhad rok 2004
<b>HDP v s.c. 1995</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>
<b>Domáci dopyt</b>	<b>4,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>
v tom:			
Konečná spotreba spolu	1,5	2,0	2,4
Konečná spotreba domácností	1,3	1,6	1,8
Konečná spotreba ver. správy	0,2	0,3	0,5
Koneč. spotr. nezisk. inštit. slúž. dom.	0,1	0,0	0,1
Tvorba hrubého kapitálu	2,5	3,1	2,9
Tvorba hrubého fixného kapitálu	1,5	0,8	1,5
<b>Čistý vývoz</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>
Vývoz výrobkov a služieb	9,3	11,0	9,4
Dovoz výrobkov a služieb	9,2	11,2	9,9
Štatistická diskrepancia	-0,1	0,5	0,7

\*Odchýlky v medzisúčtoch príspevkov jednotlivých komponentov sú vplyvom zaokrúhľovania

***Očakávaný vývoj do konca roka 2004***

V 4. štvrtroku 2004 predpokladáme pokračujúci rast domáceho dopytu s jeho prorastovým vplyvom na ekonomiku, pri zmiernení dynamík vývozu i dovozu výrobkov a služieb v porovnaní s vývojom za prvé tri štvrtroky 2004. Jednotlivé komponenty domáceho dopytu si zachovávajú rastúce trendy, pričom je možné očakávať najmä akceleráciu fixných investícií a súkromnej spotreby.

Medziročne vyšší objem spotrebných výdavkov spojených s uspokojovaním potrieb obyvateľstva môže súvisieť aj s ich reálnym poklesom v predchádzajúcom roku a so zrýchleným rastom reálnych miezd. Konečná spotreba verejnej správy si pravdepodobne zachová mierne rastúcu trajektóriu, avšak výraznejšie dynamizujúcim prvkom rastu domáceho dopytu budú fixné investície, ktorých oživenie v prvých troch štvrtrokoch 2004 by sa malo naďalej zrýchľovať aj v súvislosti s investičnými rozhodnutiami firiem využívajúcimi výhodnejšie makroekonomické podmienky slovenskej ekonomiky v rámci stredoeurópskeho regiónu.

Predpokladáme, že rast spotrebného i investičného dopytu sa premietne aj v bilancii vývozu a dovozu výrobkov a služieb, keď čistý export by mal v 4. štvrtroku 2004 pôsobiť tlmiačo na celkovú výkonnosť ekonomiky.

Vzhľadom na vývoj reálneho rastu ekonomiky za 1. až 3. štvrtrok 2004, ako aj po zohľadnení očakávaného vývoja do konca roka možno odhadovať, že domáci dopyt, na rozdiel od predikcie v AMP, vzrastie rýchlejšie. Tento predpoklad, napriek mierne zhoršenému odhadu vývoja zahraničného obchodu, pravdepodobne prispeje v roku 2004 k zrýchleniu medziročnej dynamiky reálneho rastu, keď rast HDP by mohol dosiahnuť úroveň 5,3 – 5,7% (stred intervalu 5,5%).

Pri predpokladanom **reálnom raste HDP na úrovni 5,5% by tvorba HDP v bežných cenách mohla v roku 2004 dosiahnuť 1 322,3 mld. Sk.** Po zohľadnení volatilného vývoja deflátoru HDP v prvých troch štvrtrokoch 2004 by jeho prírastok v roku 2004 mohol dosiahnuť úroveň v blízkosti 4%.



HDP v bežných cenách a implicitný deflátor

	AMP 2004	Skutočnosť 1 - 3. štvrťrok 2004	Odhad rok 2004
<b>HDP v bežných cenách</b>			
mld. Sk	1 300,0	975,9	1 322,3
medziročný rast v %	8,7	10,5	10,1
Implicitný deflátor HDP (medziročný prírastok v %)	4,4	4,8	4,3

**Prognóza na roky 2005 - 2008**

V roku 2005 predpokladáme rast HDP v stálych cenách v intervale 4,5 – 5,3%, so strednou hodnotou 4,9%, čomu zodpovedá vytvorený nominálny objem 1 425,9 mld. Sk. Aj napriek miernemu zníženiu dynamiky v porovnaní s predchádzajúcim rokom bude aj naďalej ekonomika dosahovať pomerne rýchly rast, čo bude ovplyvnené predovšetkým oživeným domácim dopytom.

K dynamickému rastu HDP bude v roku 2005 prorastovo prispievať konečná spotreba domácností, keď jej vývoj bude podporený rýchlejším rastom reálnych miezd, ktorý však nebude prevyšovať rast reálnej produktivity práce. Rast kúpyschopnosti obyvateľstva bude ovplyvnený i rozširujúcou sa ponukou úverových produktov komerčných bánk a ostatných finančných spoločností určených pre segment domácností. Konečná spotreba domácností pravdepodobne vzrastie rýchlejšie v porovnaní s rokom 2004, čo by sa však nemalo negatívne premietnuť do zmien cenovej hladiny, nakoľko jej podiel (50%) na celkovom HDP nedosahuje ani priemernú úroveň predchádzajúcich rokov.

Predikcia HDP na rok 2005

(s.c., medziročná zmena v %)

	Odhad MP 2005 rok 2004	Prognóza MP 2005 rok 2005
<b>HDP v s.c. 1995 - interval</b>	<b>5,3 – 5,7</b>	<b>4,5-5,3</b>
- stred intervalu	5,5	4,9
<b>Domáci dopyt</b>	5,4	6,1
v tom:		
Konečná spotreba domácností	3,6	4,9
Konečná spotreba ver. správy	2,3	2,3
Konečná spotreba nezisk.inšt.	5,7	7,4
Tvorba hrubého fixného kapitálu	5,8	8,9
<b>Čistý vývoz</b>		
Vývoz výrobkov a služieb	10,2	7,6
Dovoz výrobkov a služieb	11,0	8,1

Príspevky komponentov k rastu HDP v stálych cenách\*

(perc. body)

	Odhad MP 2005 rok 2004	Prognóza MP 2005 rok 2005
<b>HDP v s.c. 1995</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>
<b>Domáci dopyt</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>
v tom:		
Konečná spotreba spolu	2,4	3,0
Konečná spotreba domácností	1,8	2,5
Konečná spotreba ver. správy	0,5	0,4
Konečná spotreba nezisk.inšt.	0,1	0,1
Tvorba hrubého kapitálu	2,9	2,9
Tvorba hrubého fixného kapitálu	1,5	2,3
<b>Čistý vývoz</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>
Vývoz výrobkov a služieb	9,4	7,3
Dovoz výrobkov a služieb	9,9	7,7
Štatistická diskrepancia	0,7	-0,7

\*Odchýlky v medzisúčtoch príspevkov jednotlivých komponentov sú vplyvom zaokrúhľovania

Vývoj konečnej spotreby verejnej správy bude ovplyvnený zámerom znižovania deficitu verejných financií, pričom jej mierne prorastúci vplyv na domáci dopyt i celkový rast je podmienený naplnením projektovaného objemu spotrebných výdavkov v súlade s rozpočtom verejnej správy.

Z pohľadu jednotlivých zložiek domáceho dopytu by najdynamickejší rast mala dosiahnuť tvorba hrubého fixného kapitálu, predovšetkým vplyvom očakávaných priamych zahraničných investícií do automobilového priemyslu. Stimulujúcim faktorom pre zahraničných investorov by malo byť priaznivé daňové prostredie v SR. Medziročne nižšie úrokové sadzby z úverov, ako aj zníženie dane z príjmu od roku 2004, by mali poskytnúť podnikateľským subjektom dodatočný priestor na akumuláciu finančných prostriedkov, ktoré by sa mohli využiť v roku 2005 na rozvoj a modernizáciu technickej základne.

V **zahraničnom obchode** predpokladáme v roku 2005 ustálenie medziročnej dynamiky rastu vývozu i dovozu výrobkov a služieb okolo 8% v stálych cenách, pričom dynamika rastu dovozu bude pravdepodobne preyšovať dynamiku rastu vývozu vzhľadom na očakávané dovozy väčších technologických celkov, pravdepodobne najmä v 2. polroku 2005.

V súlade s očakávaným dezinflačným procesom v roku 2005 predpokladáme miernejší rast celkovej cenovej úrovne implicitne meranej na makroúrovni pomocou deflátoru HDP.

#### HDP v bežných cenách a implicitný deflátor

	Odhad MP 2005 rok 2004	Prognóza MP 2005 rok 2005
<b>HDP v bežných cenách</b>		
mld. Sk	1322,3	1425,9
medziročný rast v %	10,1	7,8
Implicitný deflátor HDP (medziročný prírastok v %)	4,3	2,8

V strednodobom horizonte očakávame v súvislosti s prílevom priamych zahraničných investícií rýchlejšiu reálnu konvergenciu slovenskej ekonomiky založenú na raste konkurencieschopnosti a výkonnosti hospodárstva. Predpokladáme spolupôsobenie domáceho i zahraničného dopytu ako faktorov reálneho rastu.

V rámci domáceho dopytu bude pravdepodobne rast reálnej mzdy a zamestnanosti zabezpečovať prírastky súkromnej spotreby, jej dynamika by však nemala preyšovať mieru rastu HDP. V kontexte reálnej konverencie by takýto rast súkromných výdavkov obyvateľstva nemal spôsobovať tlaky na vývoj cenovej úrovne. Prírastky konečnej spotreby verejnej správy v strednodobom horizonte by mohli súvisieť s účasťou SR v rámci správnych orgánov EÚ, tvorbou inštitucionálneho prostredia v organizačnej štruktúre EÚ, avšak len mierny reálny rast verejnej spotreby by mal byť odrazom cieľa splniť Maastrichtské kritérium týkajúce sa verejného deficitu. Rizikom prechodného zvýšenia verejných výdavkov v roku 2006 môže byť volebný cyklus.

Predikcia HDP na roky 2005-2008

(s.c., medziročná zmena v %)

	2005	2006	2007	2008
<b>HDP v s.c. 1995 - interval</b>	<b>4,5 – 5,3</b>	<b>4,7 – 5,7</b>	<b>6,0 – 7,2</b>	<b>4,0 – 5,2</b>
<b>- stred intervalu</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>6,6</b>	<b>4,6</b>
<b>Domáci dopyt</b>	6,1	4,5	2,1	5,5
v tom:				
Konečná spotreba domácností	4,9	4,5	4,7	4,5
Konečná spotreba ver. správy	2,3	2,9	2,3	1,8
Konečná spotreba nezisk. inšt.	7,4	6,8	5,0	3,9
Tvorba hrubého fixného kapitálu	8,9	8,6	5,5	3,0
<b>Čistý vývoz</b>				
Vývoz výrobkov a služieb	7,6	9,7	15,8	10,3
Dovoz výrobkov a služieb	8,1	9,0	11,7	11,6

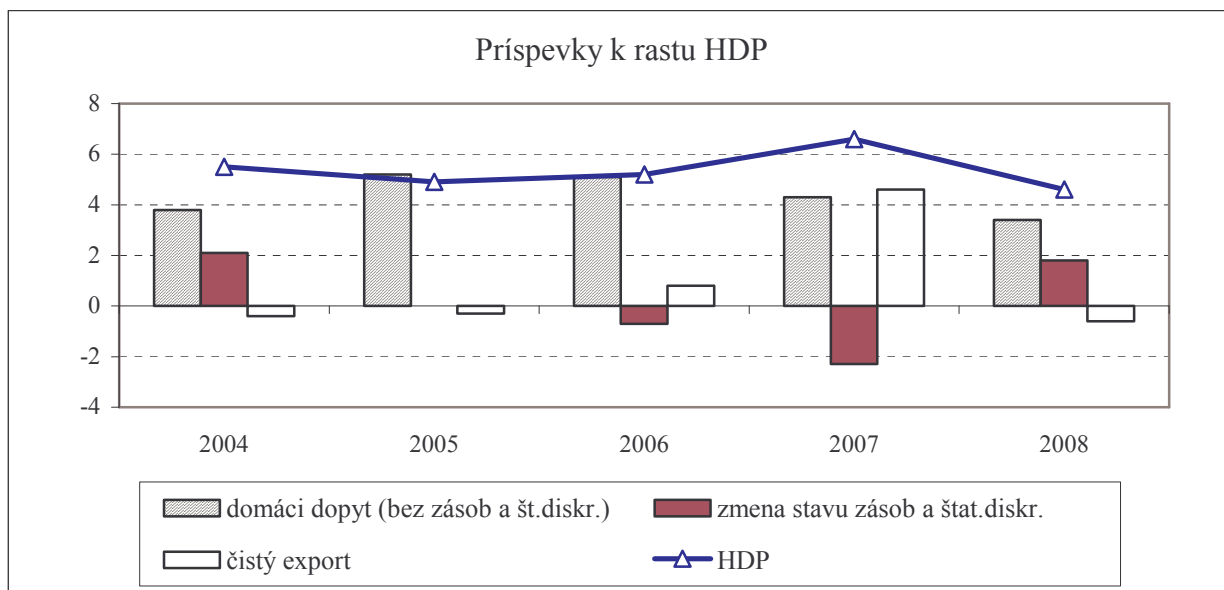
Základným dynamizujúcim prvkom ekonomického rastu SR v strednodobom horizonte by mal byť vplyv priamych zahraničných investícií do automobilového priemyslu. Je pravdepodobné, že vplyvom zrýchľovania investičného dopytu dôjde najprv k zvýšeným dovozom výrobných technológií, v dôsledku čoho prechodne vzrastie deficit čistého exportu s jeho negatívnym príspevkom k rastu HDP. V ďalšom období (približne od 2. polroku 2006) v súvislosti s postupným začatím výroby v automobilkách PSA i Kia-Hyundai však možno počítať s výrazným rastom vývozu výrobkov a služieb, so zmenou deficitu čistého exportu na prebytok bilancie výrobkov a služieb s prorastovým vplyvom na rast i potenciál ekonomiky.

V rokoch 2006-2008 vplyvom kladného príspevku domáceho i zahraničného dopytu možno predpokladať priemerný medziročný rast ekonomiky nad 5% s jeho akceleráciou v roku 2007 až na úroveň prevyšujúcu 6%.

Predikcia vývoja HDP a implicitného deflátoru HDP

	2005	2006	2007	2008
<b>HDP v stálych cenách</b>				
medziročný rast v %	4,5 – 5,3	4,7 – 5,7	6,0 – 7,2	4,0 – 5,2
<b>HDP v bežných cenách</b>				
mld. Sk	1 425,9	1 526,8	1 649,5	1 749,6
<b>Implicitný deflátor HDP</b>				
medzir. prírastok v %	2,8	1,8	1,4	1,4

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 pravdepodobne vytvárať väčší priestor na alokovanie slovenského exportu.



### Riziká vývoja HDP

- dynamika konečnej spotreby domácností bude závisieť od konkrétnych vplyvov ekonomických reforiem (daňovej, dôchodkovej, zdravotníctva) na vývoj hrubého disponibilného dôchodku domácností,
- na vývoj súkromnej spotreby bude vplývať skutočný vývoj reálnej mzdy, premietnutie jej rastu do vyšších spotrebných výdavkov môže byť stimulované, či tlmené v závislosti od zmien v správaní domácností (sklon k spotrebe), čo bude súvisieť s ponukou úverových produktov, ako aj s vývojom klientskych úrokových sadzieb,
- vývoj konečnej spotreby verejnej správy bude závisieť od naplnenia programovaného deficitu verejných financií,
- skutočná úroveň investičného dopytu bude závisieť od meniacich sa podnikateľských podmienok SR v rámci regiónu, od ratingu krajiny, miest a obcí i ďalšieho ekonomického vývoja okolitých krajín (výška daňových sadzieb, náklady práce, rozvoj infraštruktúry) a od ochoty a možností zahraničných i domácich subjektov zrealizovať svoje investičné zámery, čo bude významne vplývať na rast HDP.

### 1.6 Trh práce

#### *Mzdy a produktivita práce*

#### **Aktuálny vývoj od začiatku roka 2004**

Priemerná mesačná nominálna mzda zamestnanca hospodárstva SR za prvé tri štvrtroky 2004 pri pomerne dynamickom raste (9,8%) dosiahla 15 105 Sk. Jej rast bol rýchlejší ako pred rokom o 3,4 percentuálneho bodu. V priebehu jednotlivých štvrtrokov sa dynamika nominálnych miezd postupne spomaľovala, keď 11,2% rast v 1. štvrtroku sa v 2. štvrtroku zmiernil na 9,6% a v 3. štvrtroku na 8,8%.

Reálna mzda za tri štvrtroky medziročne vzrástla o 1,7%, kým v rovnakom období minulého roka o 1,7% poklesla. Jej vývoj bol prorastovo ovplyvnený najmä vývojom nominálnych

miezd, keď rast priemerných spotrebiteľských cien bol len o 0,2 percentuálneho bodu pomalší ako za prvých deväť mesiacov roka 2003 a dosiahol 8,0%.

Napriek pomerne dynamickému mzdovému rastu si rast produktivity práce v bežných cenách i stálych cenách zachoval predstih pred rastom nominálnych a reálnych miezd.

### Očakávaný vývoj do konca roka 2004

V roku 2004 možno očakávať medziročný rast priemernej mesačnej nominálnej mzdy mierne nad hornou hranicou AMP 2004 na úrovni 9,7%. Nadväzne na to by rast reálnych miezd mohol dosiahnuť menej ako 2%.

Odhad vývoja trhu práce na rok 2004 (medziročná zmena v %)

	AMP 2004	skutočnosť 1-3. štvrťrok 2004	odhad 2004
Priemerná mesačná nominálna mzda - interval	7,9– 9,5	x	x
stred intervalu	8,7	9,8	9,7
Priemerná mesačná reálna mzda - interval	0,4– 1,9	x	x
stred intervalu	1,1	1,7	1,9
Produktivita práce z HDP v s.c.	3,1	5,5	5,2
Reálna produktivita - reálna mzda (perc. body)	2,0	3,8	3,3
<i>Priemerná miera inflácie - stred intervalu</i>	<i>7,5</i>	<i>8,0</i>	<i>7,6</i>
Zamestnanosť podľa štatistic. výkazníctva	1,0	-0,1	0,2
Zamestnanosť podľa VZPS	-	-0,1	0,0
Priemerná miera evidov. nezamestnanosti (%)	14,4	14,8	14,4
Priemerná miera nezamestnanosti VZPS (%)	16,2	18,4	18,2

Mzdový rast v odhade na rok 2004 mierne nad hornou hranicou AMP 2004 vyplýva predovšetkým z dynamického rastu miezd za prvé tri štvrťroky tohto roku, ako aj z predpokladaného rastu miezd v štvrtom štvrťroku, v ktorom očakávame mierne vyšší medziročný rast ako v treťom štvrťroku najmä vplyvom nižšej porovnávacej základne minulého roka.

Dynamický rast miezd za prvé tri štvrťroky tohto roku zrejme ovplyvnilo viac faktorov, predovšetkým:

- presun časti pohyblivých zložiek miezd z 2. polroka 2003 do začiatku roka 2004 v súvislosti so zavedením rovnej dane od januára 2004, čo spôsobilo výrazný rast nominálnych miezd najmä v 1. štvrťroku 2004 a
- odložená úprava miezd z roku 2003, kedy výrazný rast produktivity práce (predstihujúci vývoj miezd) a priaznivé výsledky vo finančnom hospodárení podnikateľského sektora vytvorili väčší ako očakávaný priestor pre rast miezd.

Produktivita práce (HDP na zamestnanca hospodárstva) sa vyvíja priaznivejšie než predpokladal AMP 2004 (3,1%), keď za tri štvrťroky tohto roku vzrástla o 5,5%. Táto skutočnosť bola ovplyvnená tak rýchlejšim ekonomickým rastom, ako aj miernym poklesom zamestnanosti (AMP očakával v roku 2004 nárast zamestnanosti). Aktualizovaný odhad vývoja HDP a zamestnanosti do konca roka by sa mal premietnuť aj v porovnaní s AMP vo vyššom raste produktivity práce, pričom predpokladaná tendencia predstihu rastu produktivity práce pred rastom miezd by sa mala zachovať.

### Prognóza na roky 2005-2008

Rast nominálnych miezd v roku 2005 by sa mal oproti roku 2004 zrýchliť. Aj napriek tomu, že dôjde v roku 2005 k výraznému zníženiu dynamiky inflácie, bude, na základe tohtoročného vývoja, nominálny mzdový vývoj reflektovať pravdepodobne vo väčšej miere doterajšiu naštartovanú dynamiku miezd, rýchly ekonomický rast, rast produktivity práce a pozitívny vývoj vo finančnom hospodárení podnikateľského sektora. Vzhľadom na to, že aj dynamika produktivity práce by mala zostať vysoká, je predikovaný rast nominálnych a reálnych miezd akceptovateľný, t.j. nemal by vytvárať výraznejšie dopytové tlaky na cenový vývoj.

#### Predikcia trhu práce na rok 2005

(medziročná zmena v %)

	MP 2005	MP 2005
	odhad 2004	rok 2005
Priemerná mesačná nominálna mzda - interval	x	6,0 – 7,0
stred intervalu	9,7	6,5
Priemerná mesačná reálna mzda - interval	x	2,4 - 3,4
stred intervalu	1,9	2,9
Produktivita práce z HDP v s.c.	5,2	4,3
Reálna produktivita - reálna mzda (perc. body)	3,3	1,4
Zamestnanosť podľa štatistic. výkazníctva	0,2	0,6
Zamestnanosť podľa VZPS	0,0	0,5
Priemerná miera evidov. nezamestnanosti (%)	14,4	13,8
Priemerná miera nezamestnanosti VZPS (%)	18,2	17,1

Proti nadmernému rastu miezd by súčasne mali pôsobiť i také faktory ako rast konkurencie na domácom trhu po vstupe SR do EÚ (etablovanie zahraničných firiem vo väzbe na nižšie daňové zaťaženie) a pretrvávajúci previs ponuky práce nad dopytom. Rizikovým faktorom vývoja miezd v roku 2005 je vývoj miezd v školstve. Ich výraznejšie navýšenie by mohlo posunúť mzdový rast až nad hornú hranicu prognózovaného intervalu.

Dynamický rast HDP spolu s nižším predpokladaným rastom zamestnanosti by sa mal premietnuť v zrýchlenom raste produktivity práce (na 4,3%). Predstih rastu reálnej produktivity práce pred rastom reálnych miezd by mal zostať zachovaný.

Výraznejší pokles inflácie v roku 2005 a jej ďalšie zníženie v nasledujúcich rokoch by sa malo premietnuť v mzdových vyjednávaniach a adekvátnom vývoji nominálnej priemernej mzdy. Vzhľadom na predpokladaný pomerne vyrovnaný hospodársky rast a rast produktivity práce v podnikateľskom sektore spolu s rastom zamestnanosti a nízkou infláciou by sa mal vytvoriť priestor pre rast reálnych miezd, ktorý by sa v rokoch 2006 - 2008 mal pohybovať okolo 3%. Preto centrálna banka nevidí dôvod na presadzovanie vyšších požiadaviek na mzdový vývoj a predpokladaný rast nominálnych a najmä reálnych miezd považuje z hľadiska zámeru splnenia maastrichtských kritérií, ako aj z hľadiska reálnej konvergencie slovenskej ekonomiky za akceptovateľný a primeraný.

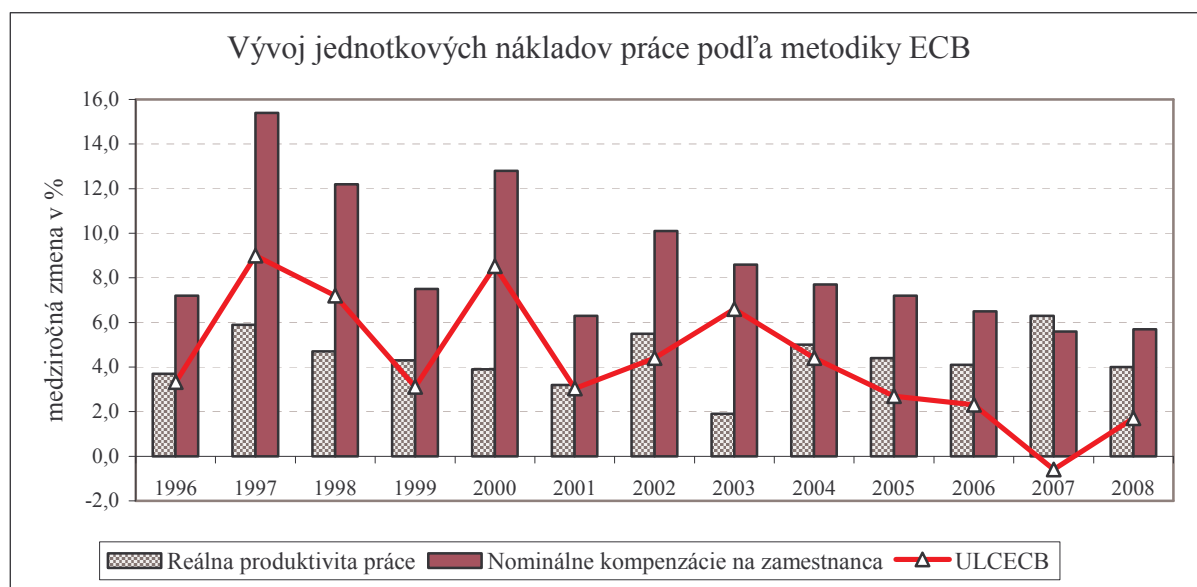
Predikcia vývoja trhu práce na roky 2005 - 2008

(medziročná zmena v %)

	2005	2006	2007	2008
Priemerná mesačná nominálna mzda - interval	6,0 – 7,0	4,9 - 5,6	4,8 - 5,6	4,8 – 5,6
stred intervalu	6,5	5,3	5,2	5,2
Priemerná mesačná reálna mzda - interval	2,4 - 3,4	2,4 - 3,1	2,8 - 3,6	2,8 - 3,6
stred intervalu	2,9	2,8	3,2	3,2
Produktivita práce z HDP v s.c.	4,3	4,5	5,9	4,0
Reálna produktivita - reálna mzda (perc. body)	1,4	1,7	2,7	0,8
Zamestnanosť podľa štatistic. výkazníctva	0,6	0,7	0,7	0,6
Zamestnanosť podľa VZPS	0,5	0,6	0,7	0,5
Priemerná miera evidov. nezamestnanosti (%)	13,8	13,4	12,7	12,1
Priemerná miera nezamestnanosti VZPS (%)	17,1	16,5	15,6	15

Na raste miezd v prognózovanom období by sa mal pozitívne prejavovať pokračujúci prílev zahraničného kapitálu, realizácia investičných aktivít v automobilovom priemysle a s tým spojených nadväzujúcich aktivít, postupné zlepšovanie situácie na trhu práce, ako aj stabilita v daňovom a odvodovom zaťažení právnických i fyzických osôb. Tlmiť rast miezd by mala umiernená rozpočtová politika v oblasti miezd (z dôvodu zabezpečenia splnenia fiskálneho maastrichtského kritéria), ako aj rast konkurencie a s tým spojená nevyhnutnosť znižovania nákladov a udržania stabilného rastu produktivity práce predstihujúcej v dlhšom časovom horizonte rast miezd.

Nadväzne na dynamický rast hrubého domáceho produktu a mierny rast zamestnanosti, by sa naďalej mala pozitívne vyvíjať produktivita práce, ktorej rast v strednodobom horizonte by sa mal pohybovať od 4% do 6%. Predstih rastu produktivity práce pred rastom miezd by mal byť zachovaný v celom prognózovanom období.



V strednodobom horizonte by sa mala dynamika jednotkových nákladov práce pri uvažovanom raste nominálnych kompenzácií na zamestnanca spomaľovať, pričom v roku 2007 by mali ULC dokonca medziročne poklesnúť. V tomto roku sa predpokladá vplyvom zrýchlenia ekonomického rastu aj vysoký rast produktivity práce, čo by malo byť hlavným faktorom mierneho poklesu ULC. Vyšší rast nominálnych miezd oproti úrovni, ktorú NBS

považuje za akceptovateľnú, s premietnutím aj do rastu kompenzácií na zamestnanca, by sa mohol premietnuť vo vyššom raste ULC a následne menšej konkurencieschopnosti slovenskej ekonomiky.

### ***Zamestnanosť a nezamestnanosť***

#### ***Aktuálny vývoj od začiatku roka***

V priemere za prvé tri štvrtroky 2004 dosiahla zamestnanosť podľa výberového zisťovania pracovných síl (VZPS) v hospodárstve SR 2 160,5 tisíc osôb a v porovnaní s úrovňou spred roka bola iba mierne nižšia (o 0,1%). Tento trend potvrdzujú aj údaje o vývoji zamestnanosti podľa štatistického výkazníctva, ktorá za prvé tri štvrtroky 2004 takisto medziročne poklesla o 0,1%.

Z hľadiska odvetvového členenia v 1. až 3. štvrtroku 2004 najrýchlejší rast zamestnanosti (podľa štatistického výkazníctva) sa prejavil v nehnuteľnostiach, prenájme a obchodných činnostiach, ostatných spoločenských, sociálnych a osobných službách, stavebníctve, hoteloch a reštauráciách a finančnom sprostredkovaní. Úroveň zamestnanosti spred roka nedosiahli odvetvia poľnohospodárstvo, doprava, pošta a telekomunikácie, školstvo, zdravotníctvo a priemysel.

Podľa výberového zisťovania pracovných síl miera nezamestnanosti vzrástla za prvé tri štvrtroky oproti rovnakému obdobiu minulého roka o 0,9 percentuálneho bodu na 18,4%. Miera nezamestnanosti podľa evidencie úradov práce v priemere od začiatku roka predstavovala 14,8% (pred rokom 15,4%). Jej úroveň oproti údajom podľa výberového zisťovania je nižšia, čo súvisí s rozdielnou metodikou zisťovania, ako aj s definíciou nezamestnaných. Dlhodobý trend nezamestnanosti podľa oboch zdrojov údajov sa však napriek postupne prehlbujúcemu sa rozdielu zásadne neodlišuje.

Vývoj na trhu práce v prvých troch štvrtrokoch 2004 bol v podstatnej miere ovplyvnený vysokou ponukou práce - nárastom počtu ekonomicky aktívneho obyvateľstva, keď jeho medziročný nárast predstavoval viac ako 25 tisíc osôb. K tomuto medziročnému prírastku výraznou mierou prispeli osoby staršie ako 55 rokov, ktoré zrejme viazali pracovné miesta a neuvolňovali ich mladším ročníkom. Potvrdzujú to údaje o miere nezamestnanosti podľa veku, ktorá bola vo vekových kategóriách 15-24 a 25-34 ročných relatívne najvyššia. Na druhej strane najnižšiu mieru nezamestnanosti zaznamenali osoby vo veku 55 a viac rokov.

#### ***Očakávaný vývoj do konca roka 2004***

Z dostupných informácií o vývoji trhu práce možno v roku 2004 predpokladať medziročný nárast zamestnanosti o 0,2% (podľa štatistického výkazníctva), čo v porovnaní s vývojom v roku 2003 predstavuje spomalenie dynamiky o 0,6 percentuálneho bodu. Tento vývoj bol ovplyvnený poklesom zamestnanosti v 1. polroku 2004. V treťom štvrtroku však došlo k oživeniu jej rastu, ktorý by mal pokračovať aj v ďalšom štvrtroku. Napriek tomu zamestnanosť za celý rok nedosiahne prognózovaný medziročný rast v AMP o 1,0%.

Miera evidovanej nezamestnanosti vzhľadom na doterajší vývoj by v priemere za rok 2004 mohla dosiahnuť prognózovanú hodnotu z AMP (14,4%), čo v medziročnom porovnaní predstavuje pokles o 0,8 percentuálneho bodu. Pozitívny vplyv na vývoj evidovanej



nezamestnanosti mali doteraz predovšetkým opatrenia v oblasti služieb zamestnanosti sprísňujúce podmienky evidencie uchádzačov na úradoch práce.

Podľa výberového zisťovania pracovných síl by mala priemerná miera nezamestnanosti presiahnuť prognózovanú úroveň v AMP 16,2% (v prvých troch štvrtrokoch predstavovala 18,4%) a mala by sa pohybovať na úrovni 18,2%, čo predstavuje medziročný nárast o 0,8 percentuálneho bodu.

### ***Prognóza na roky 2005-2008***

Rast ekonomiky a vplyv priamych zahraničných investícií, ktoré budú vytvárať nové pracovné miesta, spolu s prísnejšími podmienkami pre poskytovanie sociálnych dávok v nezamestnanosti by sa mali premietnuť aj vo vývoji zamestnanosti v roku 2005. V súvislosti so začatím avizovaných náborov zamestnancov automobilových závodov Peugeot a Kia Hyundai by mal tento proces výraznejšie ovplyvniť rast zamestnanosti najmä v druhom polroku 2005. Na druhej strane na vývoj zamestnanosti bude pravdepodobne pôsobiť uskutočňovaná dôchodková reforma (predlžovanie veku odchodu do dôchodku), čo by sa malo aj v budúcom roku premietnuť v relatívne vysokej ponuke práce. Zároveň by pokračujúca reštrukturalizácia najmä vo verejnom sektore (školsstvo, zdravotníctvo) mala vyústiť do ďalšieho znižovania počtu jeho zamestnancov. Možno predpokladať, že úbytky pracovníkov z verejného sektora budú kompenzované vytváraním nových pracovných príležitostí najmä v odvetviach so silnejším zastúpením zahraničného kapitálu, ako aj zvyšovaním počtu samozamestnaných osôb.

Evidovaná nezamestnanosť by mohla v roku 2005 oproti predchádzajúcemu roku poklesnúť v priemere o 0,6 percentuálneho bodu na 13,8% a podľa výberového zisťovania pracovných síl o 1,1 percentuálneho bodu na 17,1%. Na pokles nezamestnanosti by mali pôsobiť dynamický ekonomický rast a aktívna politika trhu práce, na ktorej financovaní by sa mali podieľať tak prostriedky verejného rozpočtu, ako aj fondy Európskej únie. K poklesu miery nezamestnanosti by malo prispieť aj viac pracovných príležitostí najmä pre absolventov so stredným odborným vzdelaním v súvislosti s pripravovaným náborom do automobilových závodov.

Základné predpoklady vývoja na trhu práce v strednodobom horizonte rokov 2006-2008 nadväzujú na vývoj v predchádzajúcich rokoch. V strednodobom výhľade sa predpokladá relatívne dynamický ekonomický rast, ktorý by sa mal premietnuť aj do tvorby nových pracovných miest najmä vo výrobných odvetviach a tzv. trhových službách.

V súvislosti s prílevom významných zahraničných investícií do automobilového priemyslu a rozvojom súvisiacich odvetví možno očakávať vytváranie ďalších pracovných miest, čo by sa malo premietnuť do postupného zvyšovania zamestnanosti. V súvislosti s rozvojom výroby v odvetví dopravných prostriedkov a v nadväzujúcich odvetviach by sa podľa dostupných informácií malo vytvoriť viac ako 30 tisíc pracovných miest. Vyšší dopyt po práci možno predpokladať aj v stavebníctve hlavne v nadväznosti na dokončovanie diaľnic. V rokoch 2006 - 2007 možno očakávať postupné zrýchľovanie rastu zamestnanosti a v roku 2008, kedy by sa mal postupne vyčerpať efekt očakávaných investícií, jej mierne spomalenie.

Priemerná miera nezamestnanosti by sa mala postupne znižovať tak pod vplyvom demografických faktorov, kde sa na základe údajov Výskumného demografického centra predpokladá spomaľovanie tlaku na strane ponuky práce, ako aj v súvislosti s aktívnou politikou trhu práce. Aktívna politika trhu práce podporovaná zo zdrojov fondov EÚ by sa

mala zamerat' predovšetkým na vytváranie dlhodobých pracovných miest, kde by svoje uplatnenie mohli nájsť aj dlhodobo nezamestnaní.

### Predpokladaný demografický vývoj v rokoch 2004-2008

Veková kategória	2004	2005	2006	2007	2008
medziročná zmena v %					
0 - 14 roční	-5,9	-10,1	-5,3	-5,1	-3,0
15 - 44 roční	-0,7	-0,4	-0,1	-0,1	-0,7
45 - 62 roční	4,7	5,5	1,6	1,1	1,5
63 a viac roční	0,2	5,9	1,1	1,5	1,1
<b>15 - 62 roční</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
55 - 62 roční	3,8	4,9	5,4	4,7	4,7
medziročná zmena v tis. osôb					
0 - 14 roční	-29,4	-29,7	-28,8	-26,1	-24,3
15 - 44 roční	-0,6	-1,5	-2,3	-3,0	-6,9
45 - 62 roční	20,3	20,8	20,4	14,5	19,1
63 a viac roční	9,1	8,9	8,4	11,3	8,6
<b>15 - 62 roční</b>	<b>19,7</b>	<b>19,4</b>	<b>18,2</b>	<b>11,4</b>	<b>12,2</b>
55 - 62 roční	16,3	22,1	25,6	23,5	24,7

Zdroj: Prognóza vývoja obyvateľstva v Slovenskej republike do roku 2025 (stredný variant), vypracovaná Štatistickým úradom SR v spolupráci s Výskumným demografickým centrom

### 1.7 Hospodárenie verejného sektora

Návrh rozpočtu verejnej správy na roky 2005 až 2007 predstavuje ďalší kvalitatívny posun v rozpočtovom procese. Prvýkrát sa rozširuje časový horizont na trojročné rozpočtové obdobie, pričom prvý rok tohto obdobia je záväzný a ostatné dva roky orientačné. Výrazne sa posilňuje aj úloha programového rozpočtovania, pričom jednotlivé programy by mali vykazovať merateľné hodnoty, čo umožní vyhodnotiť efektívnosť vynaložených prostriedkov.

Predpokladané deficity verejnej správy v r. 2004 až 2008:

	2004		2005	2006	2007	2008
	AMP 04	MP 05	MP 05	MP 05	MP 05	MP 05
deficit verej. správy *	52,0	52,0	47,9	44,0	30,9	15,7
% z HDP	4,0%	4,0%	3,4%	2,9%	1,9%	0,9%
vplyv dôch. reformy	-	-	5,6	15,1	17,9	21,0
% z HDP	-	-	0,4%	1,0%	1,1%	1,2%
deficit verej. správy **	52,0	52,0	53,5	59,1	48,8	36,7
% z HDP	4,0%	4,0%	3,8%	3,9%	3,0%	2,1%

\* bez započítania vplyvu

\*\* po započítaní vplyvu

Parametre štátneho rozpočtu (cash princíp)

	2004	2005	2006	2007	2008
celkové príjmy	232,0	258,6	275,0	297,3	318,3
podiel na HDP	17,7%	18,4%	18,1%	18,3%	18,3%
celkové výdavky	310,5	320,1	336,5	352,8	378,3
podiel na HDP	23,7%	22,7%	22,2%	21,7%	21,7%
deficit	78,5	61,5	61,5	55,5	60,0
podiel na HDP	6,0%	4,3%	4,1%	3,4%	3,4%

Parametre verejných financií (akruálny princíp) \*

	2004	2005	2006	2007	2008
celkové príjmy	467,4	521,7	555,1	595,3	649,0
podiel na HDP	35,7%	37,1%	36,6%	36,5%	37,3%
celkové výdavky	519,4	569,6	599,1	626,2	664,7
podiel na HDP	39,6%	40,5%	39,5%	38,4%	38,2%
deficit	52,0	47,9	44,0	30,9	15,7
podiel na HDP	4,0%	3,4%	2,9%	1,9%	0,9%

\* bez vplyvu dôchodkovej reformy

Hlavným cieľom hospodárenia verejného sektora (nielen v záujme vstupu Slovenska do Európskej menovej únie, ale najmä pre zdravý makroekonomický vývoj) musí byť postupné znižovanie fiskálneho deficitu s výhľadom dosiahnutia podielu tohto deficitu na hrubom domácom produkte v r. 2007 na úrovni maximálne 3% z HDP vrátane nákladov dôchodkovej reformy. Dôležité je tiež postupné smerovanie k vyrovnanému hospodáreniu všeobecnej vlády s perspektívou dlhodobej udržateľnosti.

Pri predpokladanom znížení daňového a odvodového zaťaženia si to vyžaduje relatívne znižovanie verejných výdavkov, aj keď tieto budú v absolútnych objemoch rásť. V snahe o efektívnejšie využívanie prostriedkov daňovníkov je potrebná kvalitatívna zmena v prístupe k verejným výdavkom, pričom zo strany jednotlivých rezortov nebude možné nárokovať si zvýšené výdavky bez nájdenia zdrojov ich krytia. Významnú úlohu zohráva viacročné a programové rozpočtovanie. V prvom prípade to znamená predĺženie rozpočtového obdobia z jedného na tri roky, pričom prvý rok tohto obdobia je záväzný a ostatné 2 roky sú orientačné. Zmeny však budú možné len v jednoznačne odôvodnených prípadoch.

Hospodárenie verejného sektora bude v budúcom období ovplyvnené tiež fiškálnou decentralizáciou, ktorá posilní finančnú samostatnosť územných samospráv. V rámci tejto decentralizácie dôjde k redukcii dotácií zo štátneho rozpočtu do rozpočtov obcí a vyšších územných celkov a k posilneniu ich daňových príjmov.

Z ostatných zložiek verejného sektora sa ako najrizikovejšie javí hospodárenie Sociálnej poisťovne, kde existuje značná neistota pri kvantifikácii dopadov zavedenia II. piliera dôchodkovej reformy na verejné financie, hlavne pri odhade počtu obyvateľov, ktorí sa rozhodnú zapojiť do systému dôchodkového sporenia. Podľa našich odhadov sa v rokoch 2006 až 2008 môžu tieto dopady pohybovať v intervale 1,0 až 1,5% z HDP.

## **1.8 Menové agregáty**

### ***Očakávaný vývoj do konca roka 2004***

Vývoj peňažnej zásoby si v doterajšom priebehu roka 2004 zachoval svoj sezónny charakter aj napriek pomerne vysokej miere volatility, ktorú vykazoval najmä v 1. polroku. Úroveň peňažnej zásoby bola za prvých desať mesiacov oproti očakávaniam NBS v značnej miere ovplyvnená vyšším objemom vyplatených dividend podnikovej sféry, ako aj vyšším výberom daní z príjmov fyzických a právnických osôb za zdaňovacie obdobie predchádzajúceho roka. Uvedené faktory znamenali výraznejší odlev klientskych korunových depozít bankového sektora a následne sa premietli - pri pokračovaní trendu transformácie dlhodobých bankových depozít do alternatívnych foriem investovania - aj do nižšej úrovne medziročnej dynamiky peňažnej zásoby M2 v bežnom kurze<sup>3</sup>.

V smere poklesu medziročnej dynamiky M2 pôsobil tiež pokračujúci trend apreciacie výmenného kurzu SKK voči EUR a USD, v dôsledku ktorého klesá korunový ekvivalent vkladov v cudzej mene, ako aj existencia záporných reálnych úrokových sadzieb, motivujúca ekonomické subjekty k alokácii voľných zdrojov do výnosnejších produktov kolektívneho investovania, predovšetkým otvorených podielových fondov peňažného trhu.

---

<sup>3</sup> Počínajúc rokom 2005 bude Národná banka Slovenska (podobne ako Európska centrálna banka) hodnotiť vývoj menových agregátov iba v bežnom kurze.

Na základe týchto faktorov očakávame na konci roka 2004 nižšie tempo rastu peňažnej zásoby oproti predpokladom AMP 2004 (9,0%), ktoré by sa malo bližieť k úrovni 5,0%. Po započítaní objemu podielových listov otvorených podielových fondov do peňažnej zásoby M2 by predpokladaná medziročná dynamika takéhoto širšieho agregátu mala k ultimu roka 2004 dosiahnuť približne 8,0%.

V oblasti úverov podnikom a obyvateľstvu došlo v súlade s očakávaniami AMP 2004 ku stabilizácii tempa rastu hypotekárnych úverov a zvýšeniu záujmu obyvateľstva o spotrebiteľské úvery. Zostrujúca sa konkurencia zo strany nebankových spoločností v tomto segmente prinútila bankové domy rozšíriť svoje produktové portfóliá a zvýšiť úverovú dostupnosť. V porovnaní s predchádzajúcim rokom sa znížil objem korunových úverov poskytnutých podnikom, čo bolo ovplyvnené najmä uplatnením štátnej záruky na úver poskytnutý štátnemu podniku v januári (v dôsledku ktorého sa tento úver preklasifikoval na záväzok vládneho sektora), ako aj splátkami úverov podnikovej sféry zo zdrojov emisie dlhopisov. Pokles korunových úverov podnikom bol však čiastočne kompenzovaný nárastom úverov v cudzej mene, na ktorých objeme participujú úvery podnikom podielom približne 99,5%. Zvyšovanie záujmu o úvery v cudzej mene je determinované predovšetkým pokračujúcim trendom apreciácie výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru (nakolko približne 85% devízových úverov je denominovaných v tejto mene).

Vývoj medziročnej dynamiky rastu úverov podnikom a obyvateľstvu vyjadrenej v bežnom kurze sa počas prvých 10 mesiacov roka 2004 pohyboval v intervale 11,2 až 14,3% (priemer 12,5%), čo predstavuje oproti predpokladom AMP (8,8%) vyššiu úroveň. Vzhľadom na výrazný nárast úverov v poslednom štvrtroku predchádzajúceho roka by sa však koncoročná úroveň dynamiky mala vplyvom bázičného efektu dosiahnuť približne 12,7%.

Výhľad vývoja menových agregátov (v %, stav ku koncu obdobia)	2003	31.10. 2004	AMP 2004	MP 2005
Čisté zahraničné aktíva	-10,7	-0,7	13,4	0,8
Čistý úver vláde (bez FNM)	16,6	16,0	24,5	25,8
Úvery podnikom a obyvateľstvu	13,8	12,3	8,8	12,7
Peňažná zásoba M2	5,6	4,6	9,0	5,0

### **Prognóza na roky 2005-2008**

V roku 2005 očakávame pretrvanie základných vývojových trendov menových agregátov zo súčasného obdobia. V súvislosti so zavedením daňových výhod pre produkty dobrovoľného poistenia, sporenia a investovania predpokladáme, že veľká časť klientov dá prednosť systému doplnkového dôchodkového poistenia, príp. životného poistenia, na úkor dlhodobého sporenia v bankách, čo by sa mohlo prejaviť v ďalšom spomaľovaní medziročnej dynamiky rastu peňažnej zásoby M2.

Na základe uvedeného očakávame na konci roka 2005 nižšie tempo rastu peňažnej zásoby M2 ako v roku 2004, ktoré by malo dosiahnuť približne 4,0% (čo by pri započítaní objemu podielových listov otvorených podielových fondov do základne peňažnej zásoby M2 predstavovalo zhruba 7,8%).

V oblasti úverov podnikom a obyvateľstvu zohľadňujeme v predikcii pomerne vysoké tempa rastu úverov dosahované v roku 2004, súvisiace v značnej miere so zmenou prístupu bánk ku klientom v dôsledku nárastu konkurencie. Rast úverom podnikom a obyvateľstvu môže byť v budúcom období ovplyvnený aj spôsobom použitia privatizačných príjmov v rokoch 2005

a 2006 vládou Slovenskej republiky. Použitie príjmov z privatizácie na zníženie domácej dlhovej služby by pôsobilo na bankový sektor prolikvidne, čím by sa zvýšili aj zdroje bánk na poskytovanie úverov; v prípade, že by väčšina privatizačných príjmov bola použitá na úhradu zahraničnej zadlženosti, by bol tento vplyv miernejší.

Pokračujúci rast úverovej expanzie je v súčasnosti ďalej akcelerovaný aj zavádzaním nových úverových produktov určených konkrétnemu segmentu klientov, s čím tiež súvisí aj znižovanie administrácie a celkové zjednodušenie úverovej procedúry. Vzhľadom na uvedené faktory predpokladáme v priebehu roka 2005 pokračovanie nastúpeného trendu rastu úverov, pričom pri miernejšom pôsobení zadlženosti verejného sektora by k ultimu roka 2005 mal byť vytvorený priestor pre rast úverov podnikom a obyvateľstvu o 10,4%.

V rámci vývoja čistého úveru všeobecnej vláde vychádzame z predpokladu použitia časti privatizačných príjmov, príp. zdrojov Štátnej pokladne, na úhradu zahraničných emisií eurobondov z roku 2003 v celkovom objeme 750 mil. EUR, a tým aj poklesu zahraničnej zadlženosti vlády. Vzhľadom na priaznivý vývoj hospodárenia širšieho okruhu verejných financií v roku 2004, ako aj očakávaného prebytku privatizačných príjmov zmierňujúcich zadlženosť centrálnej vlády, by fiskálny deficit v roku 2005 nemal prekročiť 3,9% HDP.

Priaznivý vývoj platobnej bilancie v dôsledku prílevu PZI a privatizačných príjmov by sa mal premietnuť aj do nárastu čistých zahraničných aktív predovšetkým v rokoch 2005 a 2006.

Výhľad vývoja menových agregátov na roky 2006 až 2008 vychádza z predpokladov zachovania základných vývojových tendencií z predchádzajúceho obdobia v oblasti kolektívneho investovania a rozvoja penzijných fondov, ako aj postupného doznievania stimulujúcich efektov rastu úverov podnikom a obyvateľstvu. V roku 2007 by malo dôjsť k miernemu oživeniu rastu peňažnej zásoby M2 a úverov podnikom a obyvateľstvu v dôsledku zachovania strednodobých relácií medzi rastom hrubého domáceho produktu a rýchlosťou peňazí v ekonomike.

V oblasti čistého úveru vláde očakávame:

- vyrovnané hospodárenie FNM a naplnenia predpokladaných príjmov z dividend strategických štátnych podnikov,
- použitie príjmov z privatizácie na znižovanie zahraničnej dlhovej služby, čo by zároveň malo znižovať potrebu emisií štátnych cenných papierov na domácom trhu a tým aj pôsobiť v smere znižovania zadlženosti centrálnej vlády,
- pokles nákladov na výplatu výnosov zo štátnych cenných papierov v nadväznosti na predpokladaný pokles úrokových sadzieb na úroveň eurozóny,
- postupné znižovanie vkladov ostatného verejného sektora vplyvom deficitného hospodárenia Sociálnej poisťovne s vplyvom II. piliera, predovšetkým v roku 2006,
- zlepšenie hospodárenia centrálnej vlády vplyvom pokračovania reformy verejných financií a efektívnejšieho hospodárenia s prostriedkami štátu Agentúrou pre riadenie dlhu a likvidity, ktoré by sa malo prejaviť v znižovaní výdavkov štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu.

Výhľad vývoja menových agregátov (v %, stav ku koncu obdobia)	2005	2006	2007	2008
Čisté zahraničné aktíva	7,4	16,7	5,8	9,0
Čistý úver všeobecnej vláde	10,4	11,9	12,7	9,2
Úvery podnikom a obyvateľstvu	10,4	8,3	11,8	9,0
Peňažná zásoba M2	4,0	3,5	4,5	3,5

### *Zmeny v metodike vykazovania menových agregátov*

V roku 2005 bude Národná banka Slovenska (podobne ako Európska centrálna banka) hodnotiť vývoj menových agregátov iba v bežnom kurze, nakoľko vývoj v bežnom kurze na rozdiel od fixných kurzov vyššou mierou korešponduje s ekonomickou aktivitou a rozhodovaním ekonomických subjektov. Vývoj výmenného kurzu navyše ovplyvňuje očakávania subjektov a formuje ich správanie v budúcnosti. Vplyv kurzových zmien na tvorbu peňažnej zásoby bude možné derivovať z porovnania vývoja vkladov v cudzej mene, ktoré sa naďalej budú hodnotiť v bežnom aj fixnom výmennom kurze.

V budúcom roku v rámci harmonizačného procesu NBS rozšíri hodnotenie menových agregátov v Situačných správach o menovom vývoji aj o hodnotenie agregátov v metodike ECB. Umožní jej to dostupnosť 1-ročného časového radu harmonizovaných štatistických bankových výkazov. Metodika ECB bude v menových analýzach postupne získavať väčší význam, ktorý by mal byť zavŕšený úplnou harmonizáciou. V rámci ESCB dochádza v súčasnosti k snahám rozšíriť sektor menových finančných inštitúcií (obchodné banky a podielové fondy) o iné finančné inštitúcie (lízingové spoločnosti, spoločnosti poskytujúce spotrebiteľské úvery iné ako banky a pod.). K úplnej implementácii štatistiky iných finančných inštitúcií by malo v rámci NBS dôjsť v roku 2006.

ECB sleduje v porovnaní s národnou metodikou širší menový agregát M3, ktorého súčasťou sú aj alternatívne formy investícií podobné vkladom (podielové listy otvorených fondov peňažného trhu a vydané dlhové cenné papiere so splatnosťou do 2 rokov), ako aj a repo obchody. V porovnaní s peňažnou zásobou M2 však abstrahuje od vkladov so splatnosťou dlhšou ako 2 roky.

V porovnaní s národnou metodikou je analytické zameranie ECB pri hodnotení vývoja menových agregátov porovnateľné. Menové analýzy hodnotia vývoj agregátov nielen vo vzťahu k referenčnej úrovni, ale poskytujú celkové zhodnotenie likviditnej situácie na základe informácií z bilancií inštitúcií finančného trhu. Analýzy obsahujú tak pohľad zo strany tzv. protistrán M3 – napr. úverov podnikom a obyvateľstvu, ako aj zo strany komponentov M3. Detailnejšia pozornosť sa venuje najlikvidnejším komponentom M3, ktoré úzko reflektujú transakčné motívy pre držbu peňazí a môžu tak úzko korelovať s agregátnym dopytom.

V stratégii menovej politiky ECB má peňažný agregát M3 prominentné postavenie, nakoľko ECB vyhlasuje pre jeho rast referenčnú úroveň. Stanovenie referenčnej hodnoty vychádza z kvantitatívnej teórie peňazí a je konzistentné so strednodobým inflačným cieľom. V roku 1998 stanovila ECB referenčnú hodnotu pre rast M3 na úrovni 4,5% ročne. Zároveň Riadiaca rada ECB rozhodla, že menový vývoj sa bude vo vzťahu k referenčnej hodnote porovnávať na báze 3-mesačného kľzavého priemeru 12-mesačnej miery rastu M3, s cieľom zmierniť potenciálne výrazné mesačné fluktuácie. V rokoch 1999 až 2002 Riadiaca rada ECB v závere každého roka prehodnocovala nastavenie referenčnej úrovne pre rast M3. Nakoľko sa však neobjavili žiadne rozhodujúce faktory, ktoré by mohli významne ovplyvniť vstupné predpoklady, referenčná hodnota pre M3 zostala v tomto období nezmenená. V máji 2003

Riadiaca rada ECB rozhodla, že nebude každoročne prehodnocovať referenčnú hodnotu pre M3 nakoľko neexistoval predpoklad, že sa budú meniť vstupné strednodobé predpoklady. Počínajúc rokom 2005 bude Národná banka Slovenska (podobne ako Európska centrálna banka) hodnotiť vývoj menových agregátov iba v bežnom kurze, nakoľko vývoj v bežnom kurze na rozdiel od fixných kurzov vplýva vyššou mierou na súčasnú aktivitu a rozhodovanie ekonomických subjektov, ako aj ich očakávania do budúcnosti.

### Hlavné ekonomické a peňažné indikátory

		2 003	2 004	2 004	2 005	2 005	2 006	2 006	2 007	2 007	2 008
Skutočnosť		AMP 2004	AMP 2004	AMP 2005 (odhad)	AMP 2004	AMP 2005	AMP 2004	AMP 2005	AMP 2004	AMP 2005	MP 2005
(medzročná zmena v %, ak nie je uvedené inak)											
<b>HICP</b>		9,3		6,2-6,6		3,5±0,5 p.b.*		pod 2,0*		pod 2,0*	
Index cien výrobcov (ročný priemer)		8,3	3,0	3,4	2,1	3,3	1,0	1,3	1,0	1,3	1,2
Hrubý domáci produkt (stále ceny)		4,5	3,8-4,4	5,3-5,7	3,8-4,4	4,5-5,3	4,3-5,3	4,7-5,7	5,6-6,8	6,0-7,2	4,0-5,2
Hrubý domáci produkt (nominálny, v mld. Sk)		1201,2	1300,0	1322,3	1393,5	1425,9	1500,0	1526,8	1637,5	1649,5	1749,6
Nominálne mzdy		6,3	7,9-9,5	9,7	4,8-5,8	6,0-7,0	4,7-5,3	4,9-5,6	4,8-5,6	4,8-5,6	4,8-5,6
Reálne mzdy		-2,0	0,4-1,9	1,9	1,7-2,7	2,4-3,4	2,1-2,7	2,4-3,1	2,2-3,0	2,8-3,6	2,8-3,6
Obchodná bilancia (mld. Sk)		-23,4	-32,0	-46,5	-53,5	-69,3	-48,6	-74,4	15,7	-24,3	-19,6
Bežný účet (mld. Sk)		-10,1	-15,7	-46,0	-37,0	-69,6	-28,7	-68,4	29,8	-16,4	-9,3
Podiel bežného účtu platobnej bilancie na HDP (%)		-0,8	-1,2	-3,5	-2,7	-4,9	-1,9	-4,5	1,8	-1,0	-0,5
Priame zahraničné investície (mld. Sk)		25,6	50,9	42,5	67,2	90,0	48,8	103,9	15,7	41,0	39,5
Oficiálne rezervy NBS (mld. USD)		12,1	13,4	13,7	13,0	13,2	13,0	14,2	13,0	14,3	14,5
Krytie dovozov (mesačný priemer tovarov a služieb) devizovými rezervami NBS		5,7	5,1	5,2	4,6	4,6	4,0	4,4	3,4	4,0	3,7
Peňažná zásoba (ML)		5,6	9,0	5,0	8,6	4,0	8,0	3,5	8,5	4,5	3,5
Úvery podnikom a obyvateľstvu		13,8	8,8	12,7	8,6	10,4	9,5	8,3	9,2	11,8	9,0
Podiel bilancie verejného sektora na HDP (%) bez nákladov dôchodkovej reformy ESA 95		-3,5	-4,0	-4,0	-3,2	-3,4	-3,0	-2,9	-2,0	-1,9	-0,9
Podiel bilancie verejného sektora na HDP (%) vrátane nákladov dôchodkovej reformy ESA 95		-3,5	-4,0	-4,0	-3,9	-3,8	-4,0	-3,9	-3,0	-3,0	-2,1

\* Indikačný cieľ Národnej banky Slovenska (pôhne ku koncu roka)