

# Bezpečná úroveň dlhu pre Slovensko

Zuzana Múčka, Viktor Novysedlák

**Komentár 01/2019**  
*16. apríl 2019*

Dátum: 16. apríl 2019

Téma: Bezpečná úroveň dlhu pre Slovensko

Autor: Zuzana Múčka, Viktor Novysedlák<sup>1</sup>

Úroveň bezpečnej hranice dlhu<sup>2</sup> na Slovensku sa v čase mení v závislosti od aktuálneho hospodárenia verejných financií, očakávaných zmien v demografickej štruktúre populácie a s tým súvisiaceho nárastu výdavkov citlivých na starnutie populácie a zhoršenia prognóz rastu domácej ekonomiky. Pevná hranica dlhového limitu definovaná v zákone o rozpočtovej zodpovednosti preto nevytvára v dlhodobom horizonte dostatočne bezpečný dlhový strop pre Slovensko. Prebiehajúce starnutie populácie bude mať v najbližších desaťročiach také negatívne vplyvy na rozpočet, ktoré nebude pri dlhu na úrovni 40% HDP možné operatívne každoročne kompenzovať<sup>3</sup>. Je vysoko pravdepodobné, že vláda by čoskoro narazila na limity zdaňovania a nemožnosti škrtoť vo výdavkoch. Z pohľadu rozpočtovej politiky a udržania sociálneho štandardu v krajine by bolo preto vhodnejšie rozložiť tieto náklady v čase tak, že cez mierne prebytkové hospodárenie rozpočtu v súčasnosti by sa znížil dlh na bezpečnejšie úrovne bez toho, aby to v najbližších rokoch obyvatelia výraznejšie negatívne pociťovali. Vytvoril by sa tým dostatočný fiškálny priestor na absorbovanie nákladov spojených so starnutím populácie a ďalších možných negatívnych šokov v ekonomike.

- V roku 2018 sa horný limit pre bezpečnú úroveň dlhu pohyboval okolo 39 % HDP. Aj keď pri tejto úrovni by riziko defaultu bolo v prípade väčších turbulencií približne 10 percentné, za optimálnu miernu zadĺženia spojenú s menej než 1 percentnou pravdepodobnosťou defaultu v kríze považujeme hranicu 32 percent HDP. Napriek tomu, že zmeny v dôchodkovom systéme prijaté v roku 2012 významne prispievajú k tlmeniu rastu penzijných výdavkov aj po roku 2018, vytvorenie bezpečného vankúša by si vyžadovalo dodatočné zníženie horného limitu dlhu na úroveň 27 % HDP do roku 2038<sup>4</sup>.
- Legislatívna zmena penzijného systému v podobe zavedenia stropu na vek odchodu do dôchodku znižuje v roku 2018 horný limit bezpečnej úrovne dlhu o 12 p.b., na úroveň 27 % HDP, pričom minimalizácia tohto rizika vyžaduje pokles dlhu na 24 percent HDP. Zásadný vplyv tohto opatrenia na zhoršenie udržateľnosti dlhu sa zvýrazní pri odhade hornej hranice bezpečného dlhu v roku 2038, ktorá sa pohybuje na úrovni 14 percent HDP. Tento výrazný pokles bezpečného dlhového stropu je spôsobený najmä vyšším rastom výdavkov dôchodkového systému v porovnaní s pôvodnou legislatívou v období najbližších 20-tich rokov, ako aj na horizonte ďalších 50 rokov, pri súčasne pomalšom raste ekonomiky v porovnaní s pôvodnou legislatívou bez stropu na vek odchodu do dôchodku.

**Maximálnu úroveň dlhu, ktorú ešte vie vláda obslužiť, nazývame fiškálnym limitom krajiny.** Distribúcia fiškálneho limitu<sup>5</sup> vyjadruje kumulatívnu pravdepodobnosť, s akou krajina bude čeliť

<sup>1</sup> Korešpondenčný autor: Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť, I. Karvaša 1, 813 25 Bratislava, [zuzana.mucka@rrz.sk](mailto:zuzana.mucka@rrz.sk), [viktor.novysedlak@rrz.sk](mailto:viktor.novysedlak@rrz.sk).

<sup>2</sup> V našej štúdií definujeme horný limit (strop) pre bezpečnú úroveň dlhu ako najvyššiu hranicu čistého verejného dlhu v pomere ku HDP, pre ktorú je pravdepodobnosť defaultu na vládny dlh nanajvyš 10 percent. Po presiahnutí tejto úrovne pravdepodobnosť defaultu strmo nelineárne narastá s úrovňou dlhu ku HDP. Optimálnou výškou dlhu nazývame ten pomer dlhu ku HDP, pre ktorý je pravdepodobnosť defaultu v zlých časoch nepresiahne 1 percento, čo zodpovedá ratingu na úrovni AA-AAA (viď štúdiu agentúry Standard&Poor [Default, Transition, and Recovery: 2017 Annual Sovereign Default Study And Rating Transitions](#)).

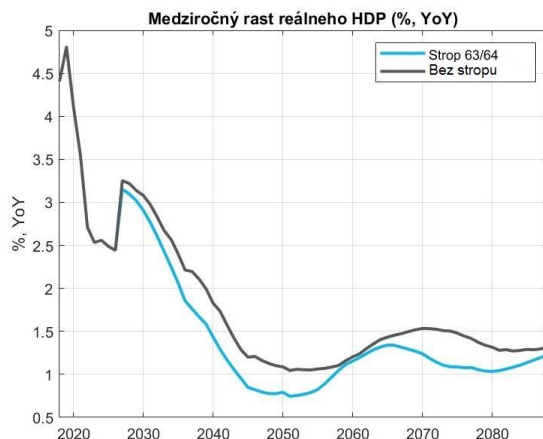
<sup>3</sup> Vychádza sa z predpokladu, že aj do budúcnosti bude rozdiel medzi hrubým a čistým dlhom na úrovni približne 4-6 % HDP. Pri splnení dlhového limitu 40% HDP (hrubý dlh) by sa čistý dlh pohyboval na úrovni okolo 35 % HDP.

<sup>4</sup> Modelový prístup predpokladá v základnom nastavení vývoj bilancie rozpočtu v závislosti od rastu výdavkov na penzie a zdravotníctvo. V základnom scenári predpokladá, že vďaka opatreniam v dôchodkovom systéme, ktoré boli prijaté v minulosti, bude tento vývoj pozitívne vplyvať na hospodárenie rozpočtu. Tieto očakávané úspory v najbližších rokoch umožňujú dosahovať v roku 2018 vyššie bezpečné hranice dlhu v porovnaní s rokom 2038.

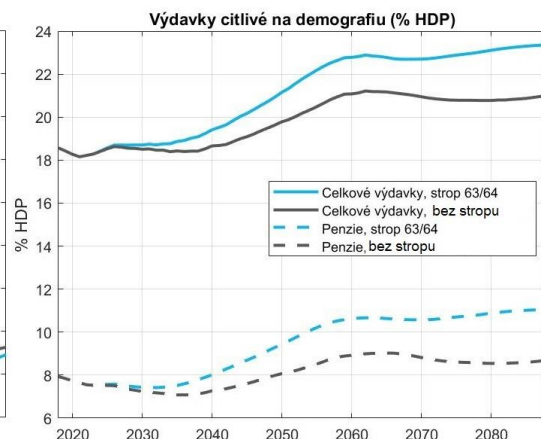
<sup>5</sup> V rámci nášho modelu definujeme fiškálny limit ako maximálnu súčasnú očakávanú hodnotu súčtu všetkých budúcich primárnych prebytkov štátneho rozpočtu. Preto, pre danú úroveň vládnych výdavkov je fiškálny limit previazaný s vrcholom

defaultu<sup>6</sup> na vládny dlh<sup>7</sup> v závislosti od aktuálnej výšky. V kontexte slovenskej ekonomiky sú hlavnými príčinami ovplyvňujúcimi riziko defaultu práve dlhodobé projekcie výdavkov citlivých na starnutie populácie a očakávaného rastu ekonomiky. Ďalšími faktormi, ktoré zásadným spôsobom vplyvajú na distribúciu fiškálneho limitu, sú očakávania o fiškálnej politike a jej kredibilitate, turbulencie v hospodárskom cykle a externé šoky<sup>8</sup>.

Cieľom našej [najnovšej štúdie](#)<sup>9</sup> je objasniť prepojenie medzi fiškálnymi politikami vlády, fiškálnym limitom a rizikovou prirážkou krajiny, a to v kontexte dlhodobých projekcií výdavkov citlivých na starnutie populácie a väčších výkyvov v hospodárskom cykle krajiny. Hlavnou zmenou oproti [predchádzajúcej štúdii](#) je zavedenie spätnej väzby medzi rizikovou prirážkou a fiškálnym limitom<sup>10</sup>, čo má za následok vzájomné previazanie fiškálnej politiky s odpoveďou finančných trhov a zjednodušuje kalibráciu modelu na slovenské dáta. Naša pôvodná štúdia očakávala konštantný 3,5 percentný rast reálnej ekonomiky do budúcnosti. Pre potreby tejto analýzy sme tento predpoklad zmenili tak, aby zohľadňoval dlhodobé prognózy Európskej komisie pre Slovensko.



**Obr 1:** Projekcia medziročného rastu reálneho HDP pre Slovensko v rokoch 2018-2088 pri pôvodnej legislatíve bez stropu na dôchodkový vek (čierna) aj novej legislatíve s dôchodkovým stropom (modrá)



**Obr 2:** Projekcia výdavkov citlivých na demografiu (ako percento HDP) v rokoch 2018-2088 pri pôvodnej legislatíve bez stropu na dôchodkový vek (čierna) aj novej legislatíve s dôchodkovým stropom (modrá).

Lafferovej krivky, kde sú daňové výnosy vlády najvyššie možné. V prípade dosiahnutia fiškálneho limitu vláda už nie je schopná z ekonomických alebo politických dôvodov stabilizovať dlh pomocou znižovania výdavkov ani zvyšovaním daní.

<sup>6</sup> Ide o čiastočný default, pri ktorom sa odpiše približne 10,7 percenta vládneho dlhu. Default v modeli je možný pri akomkoľvek pomere dlhu k HDP. Keď je dlh veľmi malý, tak aj riziko defaultu je nízke a len dlhý sled negatívnych šokov v ekonomike ho môže priblížiť. Šanca skrachovať rastie prudko s dlhom a stáva sa nebezpečne vysoká aj pri úrovniach dlhu, ktoré bývali posudzované ako relatívne bezpečné.

<sup>7</sup> V kontexte tejto štúdie chápeme vládny dlh ako čistý dlh verejnej správy.

<sup>8</sup> Tieto faktory ovplyvňujú predovšetkým disperziu distribúcie fiškálneho limitu. Nižšia kredibilita fiškálnej politiky, či vyššia pravdepodobnosť väčších otrasov v ekonomike zvyšujú mieru neistoty už pri nízkych hraniciach dlhu, čím dodatočne znižujú úroveň bezpečného dlhu pre krajinu.

<sup>9</sup> Štúdia je postavená na prácach [Bi. Leeper \(2013\)](#) a zohľadňuje odporúčania [D'Erasmu \(2016\)](#) a kritiku tradičných pohľadov na udržateľnosť suverénneho dlhu. V rámci nej skúmame dlhodobý real business cycle model malej uzavretej ekonomiky s exogénnou monetárnou politikou a lineárnou produkčnou funkciou. Vláda financuje transfery homogénnym domácnostiam vydávaním non-state contingent defaultovateľných dlhopisov a výberom distorčných daní z práce, pričom jej automatickou odpoveďou na rast dlhu je zvyšovanie daňovej sadzby. V prípade postupne narastajúceho dlhu to môže viesť ku stavu, že daňová sadzba presiahne vrchol endogénnej Lafferovej krivky a vláda nebude už ďalej schopná splácať svoje záväzky v plnej výške. Preto racionálne uvažujúci a do budúcnosti hľadiaci investori požadujú vyššie rizikové prémie aj v situácii, keď je daňová sadzba pod úrovňou vrcholu Lafferovej krivky. Tento efekt je zásadným spôsobom zosilnený vzájomným prepojením distribúcie fiškálneho limitu s odpoveďou finančných trhov. Kredibilita fiškálnej politiky je modelovaná oscilovaním transferov domácnostiam medzi dvoma režimami (zmeny riadené Markovovskými procesmi) zohľadňujúcimi scenár nezmenených politik resp. scenár s rýchlejším rastom výdavkov na zdravotníctvo a dlhodobú starostlivosť.

<sup>10</sup> Ide o podstatnú technickú zmenu v paradigme modelu. V predošlej verzii sme predpokladali nezávislosť distribúcie fiškálneho limitu od rizikovej premie na vládne dlhopisy (riziková prémia však bola závislá od distribúcie fiškálneho limitu). Avšak nevýhodou toho bola nutnosť prebrať kalibráciu diskontnej sadzby z externej literatúry. Tento zásadný nedostatok sme odstránili práve zavedením spätnej väzby medzi fiškálnym limitom a odpoveďou finančných trhov v podobe rizikovej premie. Následne sú obe veličiny určené spoločne v rámci iteratívneho procesu a stávajú sa tak plne endogénne a nezávislé od kalibrácie diskontnej sadzby z externej literatúry.

Z dôvodu lepšej komunikovateľnosti záverov našej analýzy a objasneniu rôznych mier rizika súvisiaceho s defaultom, vyčíslujeme fiškálny limit pre viaceré úrovne pravdepodobnosti defaultu. Finančné trhy a investori veľmi citlivo vnímajú možné budúce problémy so schopnosťou krajiny splácať svoje záväzky a prenášajú svoje očakávania o vývoji do ratingových hodnotení krajiny. Preto, opierajúc sa o [štúdiu agentúry Standard&Pool](#)<sup>11</sup>, sme sa rozhodli previazať nami vyčíslované hladiny rizika defaultu s ratingom krajiny<sup>12</sup> nasledovne:

Pravdepodobnosť defaultu	Rating	Terminológia úrovne zadĺženia v pomere ku HDP
< 1%	AA-AAA	Optimálna úroveň dlhu
5%	A	
10%	BBB	Horný limit (strop) pre bezpečný dlh

Tab 1: Pravdepodobnosť defaultu a rating.

**Distribúcia fiškálneho limitu nie je v čase nemenná veličina** a vo svojej podstate vychádza z predokladaného vývoja ekonomiky a verejných financií (viď obrázky 1-2). Preto, ak sa v budúcnosti skutočný vývoj odchyli od predpokladov, zmení sa aj horná hranica bezpečného verejného dlhu. Vplyvy zmien v predpokladoch na hornú hranicu bezpečnej úrovne dlhu ilustrujeme troma spôsobmi: zohľadňujeme zmenu tempa rastu reálnej ekonomiky podmienenú zmenami v demografickej štruktúre populácie; analyzujeme dopad prijatých legislatívnych zmien v penzijnom systéme, čiže vplyv zavedenia stropu na dôchodkový vek; a vyčíslujeme horný limit bezpečnej úrovne dlhu o 20 rokov neskôr, v roku 2038. Pri projekciách budúceho rastu ekonomiky a výdavkoch súvisiacich so starnutím populácie využívame predpoklady základného scenára [Správy o dlhodobej udržateľnosti verejných financií za rok 2017](#), ktorý zohľadňuje aktuálne prognózy Európskej komisie.

## Bezpečná úroveň dlhu a tempo rastu ekonomiky

[Predošlá štúdia](#) predpokladala konštantný rast reálneho HDP na úrovni 3,5 percenta ročne na celom uvažovanom horizonte. Na základe toho sme v nej za predpokladu pôvodne platnej legislatívy (bez zavedeného stropu na penzijný vek) stanovili 50 percent ako horný limit pre bezpečnú úroveň dlhu<sup>13</sup> na rok 2018, pričom táto hladina sa podstatne nezmenila<sup>14</sup> ani pre rok 2038, a to z dôvodu takmer rovnakých očakávaní o raste výdavkov súvisiacich so starnutím populácie<sup>15</sup> (viď obr. 3). Zároveň

<sup>11</sup> Podľa štúdie SP Globals: [Default, Transition, and Recovery: 2017 Annual Sovereign Default Study And Rating Transitions](#) ide o priemerné kumulatívne miery defaultu na suverénny dlh v cudzej mene na horizonte 10 rokov bez zmeny ratingu podľa dát z rokov 1975-2017. Zároveň však platí, že na danom horizonte si minimálne 80 percent krajín s ratingom AA-AAA (pri veľmi stabilnom AAA ratingu až 95 percent) zachová tento status a pri 70 percentách krajín s ratingom A nenastane do 10 rokov zhoršenie ratingu. Rating BBB je značne nepredvídateľný, s približne rovnakými šancami na zlepšenie, zhoršenie a ponechanie stavu aj po 10 rokoch. Minimálne riziko defaultu a jeho pomalý rast pri nízkych úrovniach zadĺženia a s tým súvisiaca nízka riziková prémie sú teda úzko prepojené so stabilným vysokým ratingovým hodnotením.

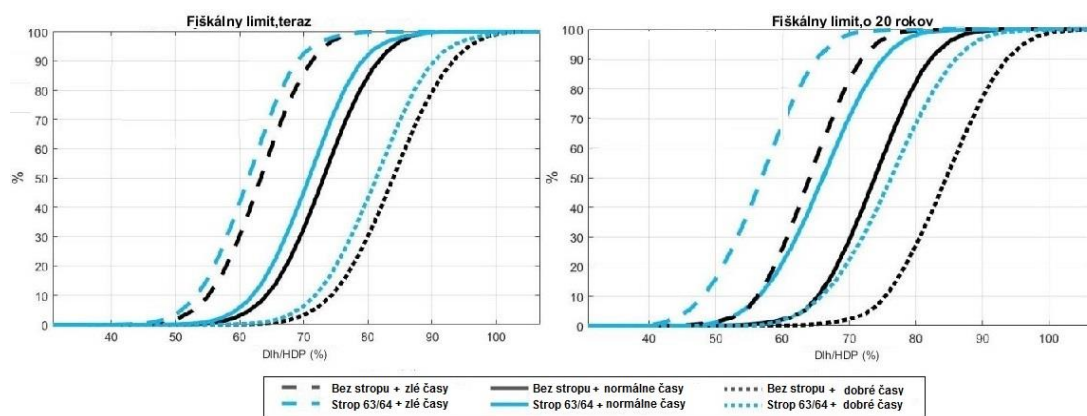
<sup>12</sup> Aktuálny rating SR (od 31. júla 2017) podľa S&P je A+ so stabilným výhľadom. Dlhopisy s kreditným ratingom aspoň BBB- sú považované za investičné, od pásma BB+ a nižšie sú v špekulatívnom pásme.

<sup>13</sup> V predchádzajúcej štúdii sa s dlhom na úrovni 50 percent HDP spájalo riziko defaultu približne 5 percent (ekvivalent A ratingu vládnych dlhopisov), pričom dlh na hladine Maastrichtského kritéria viedol v zlých časoch až k 30 percentnej šancie na default, čo by z pohľadu ratingu dostalo slovenské dlhopisy do špekulatívneho pásma. Optimálna miera zadĺženia, spájaná s pravdepodobnosťou defaultu menšou než 1 percento v čase krízy (AA-AAA rating), bola stanovená na 40 percent HDP.

<sup>14</sup> Toto neplatí v prípade novej legislatívy zavádzajúcej strop na vek odchodu do dôchodku, táto úprava penzijného systému má značný vplyv na bezpečnú úroveň dlhu aj pri ignorovaní očakávaného poklesu v raste reálneho HDP – viď obr.4. Zároveň na základe predchádzajúcej štúdie, zavedenie stropu na vek odchodu do dôchodku aj pri ignorovaní poklesu rastu HDP vedie v prípade krízy v roku 2018 ku pravdepodobnosti defaultu 43 percent za predpokladu, že dlh verejnej správy dosiahne Maastrichtské kritérium.

<sup>15</sup> Malé zníženie hornej hranice bezpečného dlhu medzi rokmi 2018 a 2038 je v prípade ignorovania poklesu výkonnosti ekonomiky spôsobené nastupujúcim nárastom nákladov na zdravotnú a dlhodobú starostlivosť, náklady na penzijný systém sú v roku 2038 nižšie o 0,8 percenta HDP oproti východiskovému roku 2018.

optimálna úroveň verejného dlhu, zodpovedajúca minimálnemu riziku defaultu na záväzky pod 1 percento v časoch väčšej krízy, bola určená na 40 % HDP.



**Obr.3:** Súčasné distribúcie fiškálneho limitu pri konštantnom tempe rastu HDP na úrovni 3,5 percenta ročne v závislosti od fázy hospodárskeho cyklu simulované pre pôvodnú legislatívu bez stropu na dôchodkový vek (čierna) aj novú legislatívu so stropom na vek odchodu do dôchodku (modrá).

**Obr.4:** Distribúcie fiškálneho limitu pri konštantnom tempe rastu HDP na úrovni 3,5 percenta ročne v roku 2038 v závislosti od fázy hospodárskeho cyklu simulované pre pôvodnú legislatívu bez stropu na dôchodkový vek (čierna) aj novú legislatívu so stropom na vek odchodu do dôchodku (modrá).

V súlade s predpokladmi základného scenára Správy o dlhodobej udržateľnosti verejných financií za rok 2017 v tejto analýze očakávame, že pri pôvodne platnej penzijnej legislatíve (bez stropu na dôchodkový vek) dôsledkom starnutia populácie sa v horizonte 50 rokov zníži medziročný rast reálneho HDP z dnešných 4,4 percenta na 1,5 percenta<sup>16</sup>, pričom zároveň vzrastú výdavky štátu súvisiace so starnutím populácie o 2,5 percentuálneho bodu na 21 percent HDP<sup>17</sup>. Nakoľko zraniteľnosť našej ekonomiky voči náhodným negatívnym udalostiam je vyššia v porovnaní s vyspelými západnými ekonomikami, pri určovaní hornej hranice pre bezpečnú úroveň verejného dlhu ako aj optimálne výšky dlhu je nutné citlivo zvažovať možnosť zlých časov, ktoré pre potreby tejto analýzy definujeme ako jednorazový prepád očakávaného rastu reálneho HDP krajiny o 5 percentuálnych bodov<sup>18</sup>.

Obrázok 5 znázorňuje súčasné distribúcie fiškálneho limitu simulované pre pôvodnú legislatívu (čierna) aj legislatívu zohľadňujúcu novoprijatý strop na vek odchodu do dôchodku (modrá) v závislosti od fázy hospodárskeho cyklu<sup>19</sup>. **V roku 2018 je horný limit pre bezpečnú úroveň dlhu pri pôvodnej legislatíve** s ohľadom na klesajúcu výkonnosť domácej ekonomiky a nárast výdavkov súvisiacich so starnutím populácie v horizonte 50 rokov približne **39 percent** (prerušovaná čierna čiara, obr.5 dole), pričom táto úroveň dlhu je spojená s približne 10 percentným rizikom defaultu v prípade väčších otrasov v ekonomiky. V horších časoch preto aj 46 percentná zadĺženosť (Tab. 2) môže byť problematická z hľadiska dlhodobej udržateľnosti verejných financií<sup>20</sup>. Za optimálnu hranicu

<sup>16</sup> V období rokov 2018-2038 očakávame priemerné medziročné tempo rastu slovenskej ekonomiky na úrovni 1,78 percenta.

<sup>17</sup> Hlavným zdrojom rastu výdavkov súvisiacich so starnutím populácie v období medzi rokmi 2018 až 2058 budú pri pôvodnej penzijnej legislatíve náklady na zdravotnú a dlhodobú starostlivosť, kým penzijný systém ostáva relatívne stabilný (viď Obr.2). V prípade novej legislatívy zavedením stropu na dôchodkový vek postupne narastú do roku 2068 náklady na penzijný systém až o 2 percentuálne body HDP.

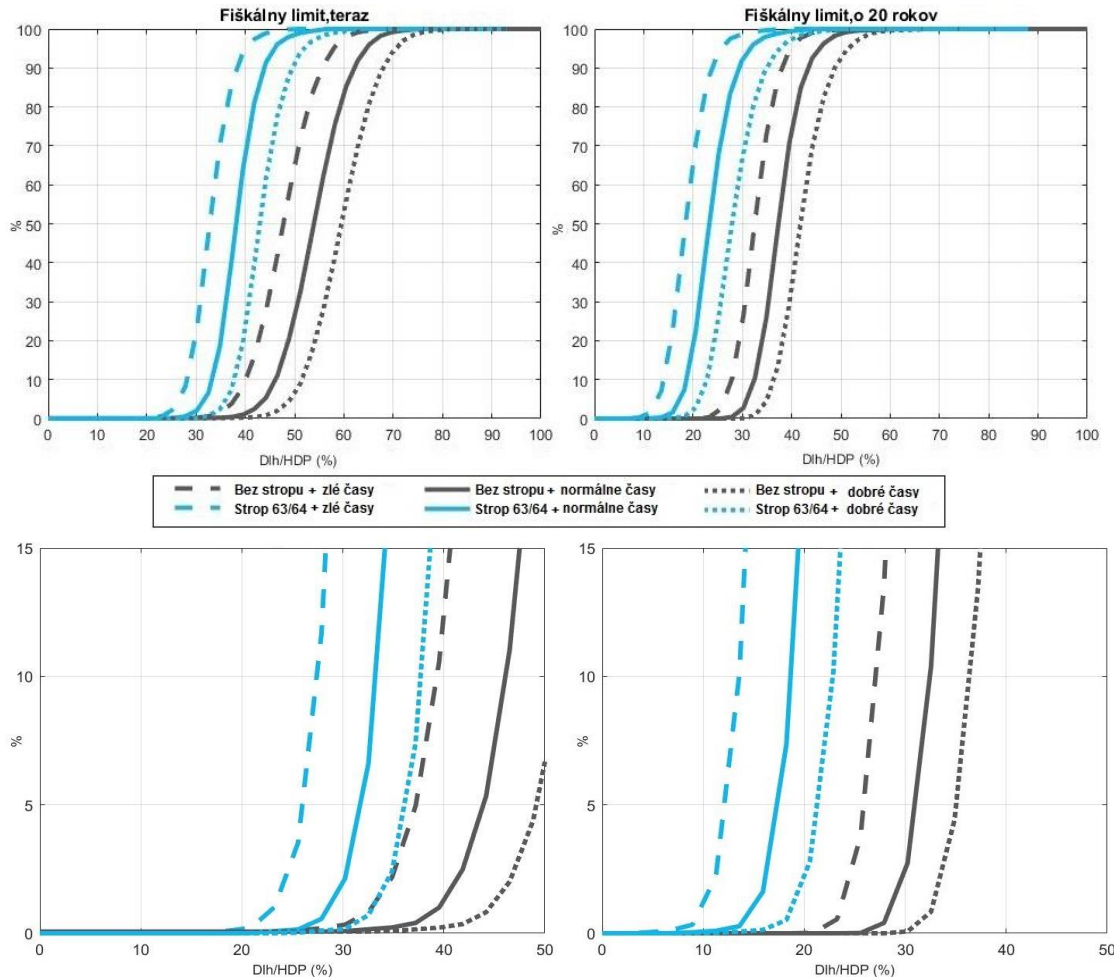
<sup>18</sup> Empirická distribúcia hospodárskeho cyklu slovenskej ekonomiky, odhadnutá na historických dátach pomocou metódy štúdie [Odor, L. a Jurasekova-Kucserova, J. \(2014\)](#) vykazuje prítomnosť tzv. ťažkých chvostov. Nakoľko do budúcnosti nepredpokladáme tak častý výskyt extrémnych situácií ani zásadných štruktúrnych zmien, uvedenú hranicu 5 percent sme zvolili ako približne dvojnásobok štandardnej odchýlky (0,0268), pričom historicky riziko väčšieho negatívneho šoku nepresahuje 3,34 percenta.

<sup>19</sup> Pri zlých časoch je produkčná medzera -5 percent, v dobrých časoch má hodnotu +5 percent. V normálnych časoch je produkčná medzera uzavretá.

<sup>20</sup> Pri pôvodnej penzijnej legislatíve (bez stropu na vek odchodu do dôchodku) je miera zadĺženia na úrovni 46 percent HDP spojená s približne 10 percentou šancou na default v pokojných časoch. Avšak v prípade väčšej krízy toto zadĺženie vedie k približne 34 percentnému riziku defaultu.



dlhu, minimalizujúcu šancu na default aj v čase krízy pod 1 percento pri pôvodnej penzijnej legislatíve bez zastropovania veku odchodu do dôchodku, považujeme 32 percent HDP.



**Obr.5:** Súčasné distribúcie fiškálneho limitu v závislosti od fázy hospodárskeho cyklu simulované pre pôvodnú legislatívu bez stropu na dôchodkový vek (čierna) aj novú legislatívu so stropom na vek odchodu do dôchodku (modrá). Dolný obrázok je detailný pohľad horného pre šancu na default v rozmedzí 0-15 percent.

**Obr.6:** Distribúcie fiškálneho limitu o 20 rokov v závislosti od fázy hospodárskeho cyklu simulované pre pôvodnú legislatívu bez stropu na dôchodkový vek (čierna) aj novú legislatívu so stropom na vek odchodu do dôchodku (modrá). Dolný obrázok je detailný pohľad horného pre šancu na default v rozmedzí 0-15 percent.

## Bezpečná úroveň dlhu a zastropovanie veku odchodu do dôchodku

Schválené zastropovanie veku odchodu do dôchodku ([Dôchodkový vek: mýty a fakty](#)) je opatrenie, ktoré mení bezpečné hranice dlhu. Vplyvom tejto zmeny v penzijnom systéme sa výdavky štátu postupne zvýšia o dodatočné 2 percentuálne body na 23 % HDP. Navyše, v súlade s uvedenou analýzou RRZ ku zavedenému dôchodkovému stropu, z dôvodu skoršieho odchodu do penzie očakávame pokles tempa rastu ekonomiky oproti základnému scenáru bez implementácie stropu na penzijný vek o priemerne 0,25 percenta ročne (viď obr. 1). Rovnako aj v tomto prípade sa pri určovaní hornej hranice bezpečnej úrovne dlhu ako aj optimálnej výšky dlhu zohľadňuje možnosť zlých časov.

Obrázok 5 ilustruje, že zavedenie navrhovaného stropu na vek odchodu do dôchodku podstatne znižuje uvedené horné limity pre bezpečnú hranicu verejného dlhu: tieto **legislatívne úpravy spôsobia pokles hornej hranice bezpečnej úrovne dlhu pre rok 2018 na 27 % HDP** (obr.5 dole, prerušovaná modrá čiara) pri zvážení klesajúcej výkonnosti ekonomiky a náraste výdavkov súvisiacich so starnutím populácie v horizonte 50 rokov. Táto hranica je zároveň spojená s približne 10 percentým

rizikom defaultu v čase väčších ekonomických otrasov. Hoci v pokojných časoch je verejný dlh na úrovni 33 % HDP (plná modrá čiara, obr. 5 hore) spojený s porovnateľnou pravdepodobnosťou defaultu, v horších časoch z hľadiska dlhodobej udržateľnosti je táto hranica príliš benevolentná<sup>21</sup> (viď Tab.2). Za optimálnu hranicu dlhu, minimalizujúcu šancu na default aj v čase väčšej krízy pod 1 percento pri zastropovaní veku odchodu do dôchodku, považujeme 23 percent HDP.

2018		Pôvodná legislatíva		Strop na dôchodkový vek	
šanca na default/fáza cyklu		kríza	normál	kríza	normál
<1%	AA-AAA	32	39	23	28
5%	A	37	44	26	32
10%	BBB	39	46	27	33

Tab 2: Bezpečné úrovne dlhu v roku 2018 pri pôvodnej legislatíve aj novej legislatíve so zavedeným stropom pre vek na odchod do dôchodku.

### Bezpečná úroveň dlhu o 20 rokov

V prípade ponechania pôvodnej penzijnej legislatívy vplyvom očakávaného zníženia tempa rastu slovenskej ekonomiky<sup>22</sup> klesne horná hranica bezpečnej úrovne dlhu pre rok 2038 na 27 percent<sup>23</sup> (obr. 6 dole, prerušovaná čierna čiara). Táto miera zadĺženia znamená približne 10 percentnú šancu na default v zlých časoch. Za predpokladu, že na danom horizonte bude naša ekonomika čeliť len minimálnym negatívnym extrenalitám (uzavretej produkčnej medzere), je pri ponechaní pôvodnej legislatívy bez zavedenia stropu na penzijný vek postačujúcou hornou hranicou pre verejný dlh s porovnateľným rizikom defaultu 33 percent HDP. Avšak uržovanie verejného dlhu na optimálnej úrovni 24 percent zabezpečuje minimálne riziko defaultu krajiny aj v prípade väčších otrasov v ekonomike (viď Tab.3).

2038		Pôvodná legislatíva		Strop na dôchodkový vek	
šanca na default/fáza cyklu		kríza	normál	kríza	normál
<1%	AA-AAA	24	28	9	13
5%	A	26	31	12	17
10%	BBB	27	33	14	19

Tab 3: Bezpečné úrovne dlhu v roku 2038 pri pôvodnej legislatíve aj novej legislatíve so zavedeným stropom pre vek na odchod do dôchodku.

Sprísenie horného limitu bezpečnej hranice dlhu pre rok 2038 v prípade pôvodnej legislatívy má dve príčiny. Prvou je nižší očakávaný rast ekonomiky medzi rokmi 2038 a 2088 v porovnaní s predošlým obdobím o takmer 0,5 percentuálneho bodu. Druhým dôvodom je mierne rýchlejší nárast výdavkov súvisiaci so starnutím populácie v sledovanom období o takmer 0,1 percenta HDP voči predchádzajúcemu horizontu. Tento faktor je však vďaka predpokladu dlhodobo udržateľnej legislatívy penzijného systému do značnej miery kompenzovaný lepšou východiskovou pozíciou výdavkov citlivých na starnutie populácie v roku 2038 oproti dnešku<sup>24</sup>.

<sup>21</sup> Po zavedení stropu na penzijný vek je miera zadĺženia na úrovni 33 percent HDP spojená s 10 percentou šancou na default v pokojných časoch. Avšak v prípade väčšej krízy toto zadĺženie vedie k približne 44 percentnému riziku defaultu.

<sup>22</sup> Predpokladáme, že v prípade pôvodnej podoby penzijnej legislatívy klesne priemerné tempo rastu ekonomiky z 1,78 percenta ročne medzi rokmi 2018-2068 na 1,33 percenta ročne v rokoch 2038-2088.

<sup>23</sup> Táto hodnota je konzistentná s odporúčaniami RRZ v Správe o dlhodobej udržateľnosti verejných financií za rok 2018 o nutnosti postupného znižovania zadĺženosti do roku 2038 pod 20% HDP.

<sup>24</sup> Medzi rokmi 2018 a 2038 nastáva v prípade pôvodne platnej legislatívy (bez stropu na penzijný vek) pokles podielu výdavkov citlivých na starnutie populácie o 0,15 percenta HDP, čo je zásluhou o 0,5 percenta HDP nižších nákladov na penzijný

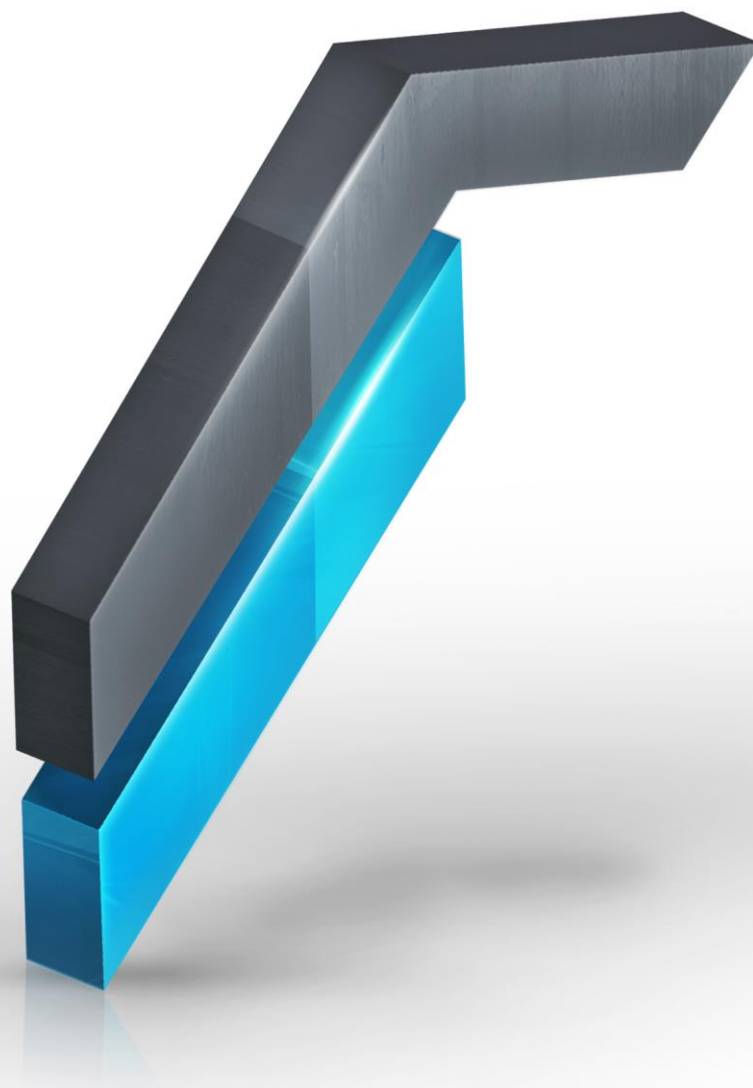
	Priemerný ročný rast reálneho HDP (%)		Podiel výdavkov citlivých na starnutie populácie (% HDP)		
	2018-2068	2038-2088	2038	2068	2088
Pôvodná legislatíva	1,78	1,33	18,42	21,05	20,99
Strop na dôchodkový vek	1,53	1,07	19,09	22,69	23,36

**Tab 4:** Predpoklady o priemernom raste ekonomiky a podiele výdavkov citlivých na starnutie populácie v horizontoch 2018-2068 resp. 2038-2088 v závislosti od legislatívy (pôvodná bez stropu, nová so stropom na vek odchodu do dôchodku). V štartovacom roku 2018 tvorí podiel výdavkov citlivých na starnutie populácie 18,57 percenta HDP.

**Implementácia schválených zmien v dôchodkovom systéme spôsobí, že v roku 2038 hodnota hornej hranice bezpečnej úrovne dlhu s primeraným 10 percentným rizikom defaultu v horších časoch klesne na 14 percent HDP** (obr. 6 dole, prerušovaná modrá čiara). V tom čase čistý verejný dlh na úrovni 19 percent HDP v prípade zasiahnutia krajiny výraznejšou krízou nebude vytvárať dostatočný manévrovací priestor na realizáciu fiškálnych politik vlády (Tab. 3). Vďaka zavedeniu stropu na vek odchodu do dôchodku klesne optimálna úroveň zadĺženia (s minimálnym rizikom defaultu aj v časoch väčších turbulencií) v roku 2038 na 9 percent HDP.

Zpracovanie navrhovaných zmien v dôchodkovom systéme vedie k zhoršeniu štartovacej pozície výdavkov v roku 2038 o približne 0,5 percenta HDP v porovnaní s referenčným rokom 2018. Navyše, vládne výdavky citlivé na starnutie populácie narastú v priebehu rokov 2038-2088 o takmer 4,3 percenta HDP, čo je o 0,15 percentuálneho bodu viac ako v predošlom období. Zavedenie stropu na vek odchodu do dôchodku spôsobí v období 2038-2088 zvýšenie výdavkov citlivých na starnutie populácie o 1,7 percentuálneho bodu oproti stavu s dnešnou legislatívou. Avšak rapídneho pádu horného limitu bezpečnej hranice dlhu napomáha aj prepád v očakávanom priemernom raste domácej ekonomiky o takmer 0,5 percentuálneho bodu ročne v porovnaní s obdobím 2018-2058 resp. o približne 0,25 percentuálneho bodu ročne voči scenáru s dnes platnou penzijnou legislatívou (viď Tab. 4).





© Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť, 2019

Imricha Karvaša 1  
Bratislava 1, 813 25  
Slovenská republika

[www.rozpoctovarada.sk](http://www.rozpoctovarada.sk)

*Pri reprodukcii časti textu je potrebné uviesť okrem organizácie aj názov materiálu.  
Text neprešiel jazykovou korektúrou.*