

## Po 6oke sa riziko infarktu zvyšuje aj vo verejných financiách

Zuzana Múčka

**Dátum:** 11. máj 2015

**Téma:** Po 60ke sa riziko infarktu zvyšuje aj vo verejných financiách

**Autor:** Zuzana Múčka<sup>1</sup>

**Maastrichtské dlhové kritérium<sup>2</sup> nevytvára v dlhom horizonte dostatočne bezpečný dlhový strop pre Slovensko. Pri tejto výške dlhu je pri rovnovážnom stave ekonomiky šanca na default na úrovni 10 percent, v prípade zlých časov<sup>3</sup> však pravdepodobnosť defaultu narastie na 30 až 40 percent. Dôvodom sú najmä prudko rastúce výdavky citlivé na starnutie populácie a veľmi volatilný hospodársky cyklus. Zároveň však platí, že aj v prípade zlých časov vie vláda dobre zvolenou a pre investorov dostatočne dôveryhodnou fiškálnou politikou podstatne znížiť riziko defaultu aj nárast rizikovej prirážky na dlhopisy. Výsledky nášho modelu hovoria, že z dlhodobého hľadiska 50 percentný pomer dlhu ku HDP je maximálnou prijateľnou úrovňou dlhu s akceptovateľnou mierou rizika defaultu. Táto hranica sa zároveň zhoduje s horným dlhovým limitom definovaným v Zákone o rozpočtovej urdzateľnosti. Hoci v obdobiach slušného rastu ekonomiky a kvantitatívneho uvoľňovania riziko defaultu nie je nutne vysoké, vo všeobecnosti však nemožno 60 percentný dlh považovať za bezpečnú hranicu.**

Vlády mnohých krajín vyspelého sveta dnes bojujú s ťažkým bremenom nahromadeného verejného dlhu. Počas finančnej krízy zistili, že stratiť dôveru trhov je pomerne ľahké. Ak nebudú schopné z politických alebo ekonomických dôvodov zvýšiť dane či zoškrtiť sociálne transfery, aby stabilizovali verejný dlh na striednej úrovni, môže im hroziť default, alebo sa musia spoľahnúť na medzinárodné záchranné mechanizmy. Zvlášť, ak krajina patrí do menovej únie, a teda nemôže rátať s podporou svojej centrálnej banky pri prefinancovaní dlhu. **Maximálnu úroveň dlhu, ktorú ešte vie vláda obslúžiť, nazývame fiškálnym limitom krajiny.** Závisí najmä od súčasnej a očakávanej fiškálnej politiky a jej kredibility, externých šokov, ktoré môžu v budúcnosti ovplyvniť ekonomiku krajiny, ako aj od správania domácností, firiem či investorov.

Cieľom našej [štúdie](#) je objasniť prepojenie medzi fiškálnymi politikami vlády, fiškálnym limitom a ich dôsledkami pre rizikovú prirážku krajiny, a to práve v kontexte väčších turbulencií v hospodárskom cykle a dlhodobých projekcií výdavkov citlivých na starnutie populácie. Na zachytenie týchto javov používame slovenskú verziu makroekonomického modelu vyvinutého a aplikovaného na iné krajiny uznávanými ekonómami<sup>4</sup>.

## Demografia a zraniteľnosť ekonomiky nás dobehnú

Model popisuje malú ekonomiku bez vlastnej menovej politiky. Hospodársky cyklus je vďaka jej veľkej otvorenosti a turbulentným zmenám veľmi volatilný a citlivý na akékoľvek výkyvy v zahraničí. Nakoľko prekvapenia v podobe veľkých či už pozitívnych alebo negatívnych výkyvov produkčnej medzery neboli tak zriedkavé, ako by sa na správnu rozvinutú krajinu

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

<sup>2</sup> 60 percent dlhu ku HDP

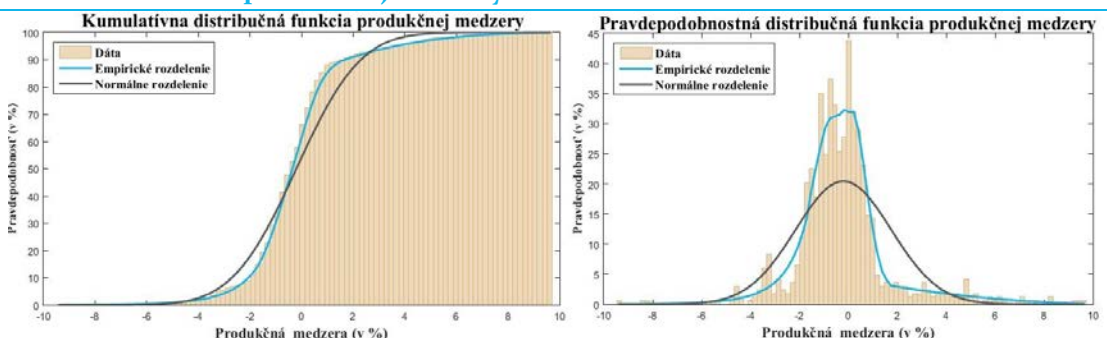
<sup>3</sup> prepád HDP o 8 percent

<sup>4</sup> Bi,H. and Leeper,E.M. (2013). Analyzing Fiscal Sustainability. Bank of Canada Working Paper 2013-27.

patrilo, **pri modelovaní rozpočtových rizík vyplývajúcich z hospodárskeho cyklu sme uprednostnili reálne slovenské dáta** pred čisto teoretickým rozdelením (Obr 1).

Veľkou výzvou pre dlhodobú udržateľnosť verejných financií sú nepriaznivé demografické vyhliadky. Z tohto dôvodu predpokladáme, že **transfery sa vyvíjajú podľa dlhodobých projekcií výdavkov súvisiacich so starnutím populácie (Obr 2)**. Uvažujeme v dvoch rovinách, buď o pomalšom scenári nezmenených politík, alebo vďaka rýchlejšie rastúcim výdavkom na zdravotníctvo o rizikovom scenári. Avšak, **transfery rastú rýchlejšie ako HDP** v oboch režimoch. Navyše, **transfery ako automatické stabilizátory** sú v prípade zlých časov nosičmi ďalších rizík pre udržateľnosť dlhu, hoci zároveň môžu pôsobiť aj utlmujúco na výkyvy v ekonomike.

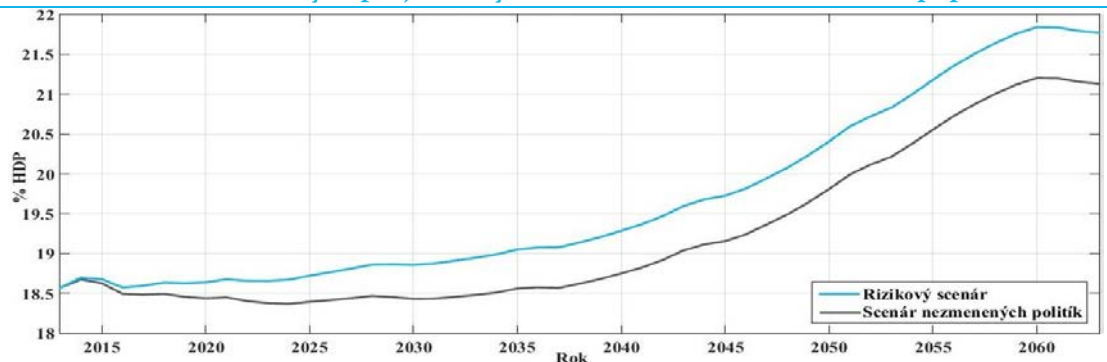
**Obr 1: Distribúcia produkčnej medzery na Slovensku**



Hnedé stĺpce reprezentujú rozdelenie dát o produkčnej medzere Slovenska (2000-2014) publikované viacerými inštitúciami (EK, IFP, NBS, BIS) a získané štandardnými metódami (Principal Component Analysis, HP filter, Multivariate Kalman filter) a modrá čiara z nich určené empirické rozdelenie produkčnej medzery. Čierna čiara znázorňuje na základe dát najlepší odhad normálne rozdelenej produkčnej medzery (napr. USA).

Vláda v modeli reaguje na zvyšujúci sa dlh rastom daňovej sadzby. Avšak dane demotivujú ľudí od práce – teda ani vyššia daňová sadzba nemusí nad istou hranicou zabezpečiť vyššie daňové príjmy, čo je podstatou konceptu Lafferovej krivky. 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 Lafferovej krivky, kde sú daňové výnosy vlády najvyššie možné.

**Obr 2: Scenáre dlhodobých projekcií výdavkov súvisiacich so starnutím populácie**



Čierna čiara zodpovedá projekcii výdavkov súvisiacich so starnutím populácie (ako % HDP) pri scenári nezmenených politík, modrá pri rizikovom scenári. Ostatné výdavky (okrem platených úrokov) sú uvažované ako konštantné vzhľadom na HDP.

Zdroj: Správa o dlhobohéj udržateľnosti, RRZ 2014

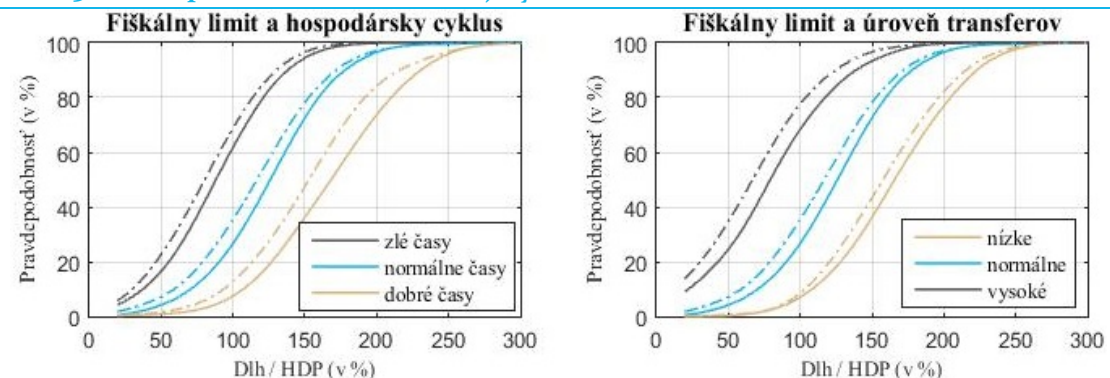
**Fiškálny limit nie je konkrétna úroveň dlhu, ale vyjadruje pravdepodobnosť, s akou krajina bude čeliť defaultu** pri súčasných politicko-ekonomických podmienkach, očakávanej fiškálnej politike a jej kredibilitate, externých šokov, ktoré môžu v budúcnosti ovplyvniť ekonomiku krajiny, ako aj správaní domácností, firiem či investorov. **Default v modeli je teda 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.

Dôvodom je **efekt snehovej gule** zapríčinený vysoko nelineárnym tempom rastu rizikovej prirážky<sup>5</sup> v závislosti od dlhu, ktorý predražuje financovanie dlhu, zvyšuje daňové zaťaženie domácností a stagnáciu ekonomiky v dôsledku nižšieho dopytu po tovaroch aj zamestnanosti.

### Zlé rozhodnutia v zlých časoch

Z výsledkov modelu obohateného o slovenské špecifiká (vysoko volatilný hospodársky cyklus s častými extrémnymi výkyvmi, exponenciálne rastúce a proticyklické transfery v oboch scenároch ako následok dlhodobých demografických projekcií, procyklická vládna spotreba) je zrejmé, že **Maastrichtský dlhový limit nie je dostatočne bezpečným dlhovým stropom pre Slovensko.**

### Obr 3: Pravdepodobnosť defaultu krajiny



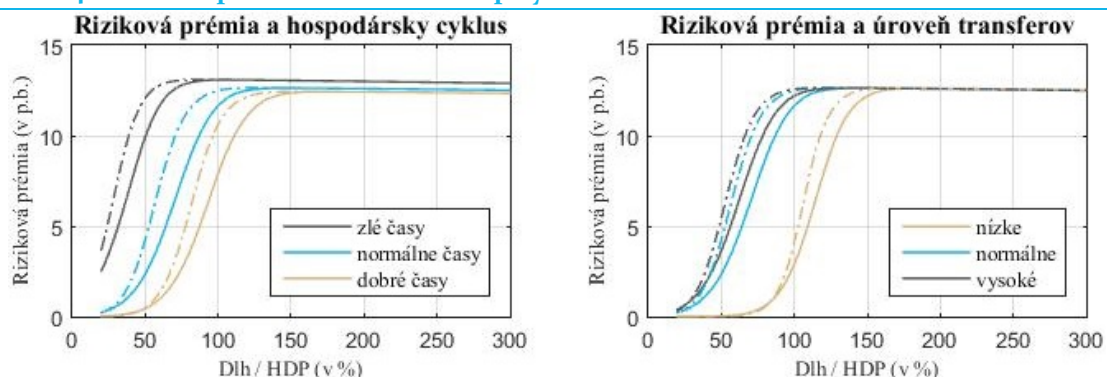
*Pravdepodobnosť defaultu krajiny v závislosti od výšky dlhu/HDP pre fázy hospodárskeho cyklu a úrovne transferov. Plné čiary zodpovedajú pravdepodobnosti pri scenári nezmenených politik, prerušované čiary pri rizikovom scenári.*

Napriek tomu, že pri **60 percent dlhu ku HDP je šanca na default pri ekonomike v rovnováhe na úrovni 10 percent**, v zlých časoch pri náhlom **poklese HDP o 8 percent pravdepodobnosť defaultu narastie na 30 percent pri scenári nezmenených politik, či dokonca 40 percent v prípade rýchlejšie rastúcich transferoch (Obr 3).**

Na druhej strane, dobre navrhnutá fiškálna politika vie aj v zlých časoch odvrátiť dôsledky negatívnych externalít. Napríklad, hypotetická konsolidácia v podobe okamžitého **11 percentného zníženia výdavkov citlivých na transfery** značne redukuje súčasné a budúce záväzky vlády, prináša viac úspor a vedie ku podstatnému **zníženiu možnosti defaultu krajiny pod 5 percent.**

<sup>5</sup> Investori, berúc do úvahy reálnu možnosť defaultu, a teda nesplatenia existujúcich záväzkov krajiny v plnej výške, žiadajú nižšiu cenu štátneho dlhopisu.

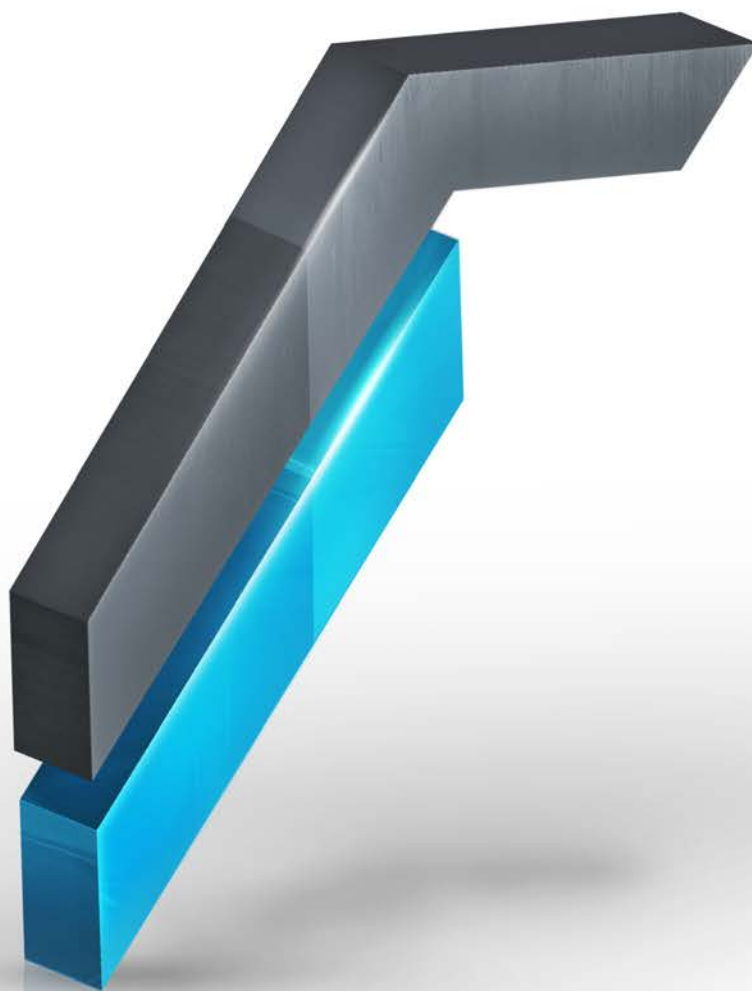
**Obr 4: Riziková prémie na štátne dlhopisy**



*Riziková prémie na vládne dlhopisy v závislosti od výšky dlhu/HDP pre fázy hospodárskeho cyklu a úrovne transferov. Plné čiary zodpovedajú rizikovej prémii pri scenári nezmenených politik, prerušované čiary pri rizikovom scenári.*

Dynamika rastu rizikovej prémie je vďaka efektu snehovej gule neúprosná. **Riziková prémie rastie podstatne strmšie ako verejný dlh v pomere ku HDP** a veľmi citlivo reaguje na aktuálnu fázu hospodárskeho cyklu a úroveň transferov. Pri 60 percentnom dlhu ku HDP je krajina penalizovaná v závislosti od režimu fiškálnej politiky dodatočnou prirážkou 4 až 8 percentuálnych bodov, no ak nastanú veľmi zlé časy, môže prirážka vyskočiť až na 12 percentuálnych bodov. Avšak kredibilná a dobre navrhnutá fiškálna politika vie pri znížení výdavkov citlivých na starnutie populácie o 11 percent pomôcť k poklesu rizikovej prirážky pod 1 percentuálny bod (**Obr 4**).

Napriek tomu, že bezpečnú hranicu dlhu okrem vysokej volatility hospodárskeho cyklu znižujú rastúce výdavky súvisiace so starnutím populácie, naša štúdia nehovorí, že by sa mali transfery zrušiť alebo radikálne znižovať. Takáto fiškálna politika by bola v mnohých smeroch škodlivá, nebola by v očiach verejnosti dôveryhodná a pre vládu, ktorá by ju presadzovala, by to bola politická samovražda. **Cieľom by malo byť pomocou dostatočne dôveryhodnej fiškálnej politiky postupných krokov nájsť rovnováhu medzi krátkodobou stabilizáciou ekonomickej situácie, ktorú transfery domácnostiam v ťažkých časoch ponúkajú a dlhodobou udržateľnosťou verejných financií.**



© Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť, 2014

Imricha Karvaša 1  
Bratislava 1, 813 2f5  
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.*

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

