

FAKTORY OVPLYVŇUJÚCE RELATÍVNU VÁHU VEREJNÉHO DLHU

Lucia MIHÓKOVÁ

Technická univerzita v Košiciach, Ekonomická fakulta
Katedra financií

lucia.mihokova@tuke.sk

Abstrakt

Vývoj objemu verejného zadlženia v krajinách EÚ má napriek miernym oživeniam rastúci charakter. Európska komisia uviedla, že za súčasnú úroveň dlhu môže najmä kombinácia realizovaných politík počas krízy a fiškálnej pozície pred krízou. Dlhovú dynamiku najlepšie odráža podiel verejného dlhu k HDP, preto je pozornosť sústredená najmä na vývoj relatívnej váhy verejného dlhu a jej determinantov. Príspevok je zameraný na skúmanie vývoja relatívnej váhy verejného dlhu v EÚ. Aplikáciou Bisphamovej analýzy v podmienkach SR poukazuje na význam a vplyv skúmaných faktorov pôsobiacich na vývoj relatívneho verejného dlhu za obdobie 2007 – 2011.

KLúčové slová: *relatívna váha verejného dlhu, faktory ovplyvňujúce verejný dlh, Bisphamova analýza*

JEL: *H6 - National Budget, Deficit, and Debt*

1 ÚVOD

Globálna ekonomická a finančná kríza ovplyvnila všetky krajiny EÚ a stala sa predmetom skúmania celého radu renomovaných odborníkov z rôznych oblastí. Aj napriek miernym oživeniam ekonomík niektorých štátov, kríza naďalej zanecháva viditeľné následky, a to najmä na pôde verejných financií. Krajiny čelia problému prehlbujúceho sa verejného dlhu a snažia sa nájsť riešenia, ktoré by boli vhodným nástrojom fiškálnej udržateľnosti celej EÚ. Proces hľadania vhodného riešenia vyžaduje samotnú identifikáciu príčin, ako aj determinantov, ktoré sa svojím vývojom podieľajú na rastúcich hodnotách verejného dlhu. Cieľom príspevku je poukázať na význam relatívnej váhy verejného dlhu a jej vývoj vo všetkých krajinách EÚ za obdobie 2007 - 2011. Zamerať sa na faktory, ktoré ovplyvňujú vývoj relatívneho verejného dlhu a aplikovať Bisphamovu analýzu na podmienky SR. Príspevok

nadväzuje na skúmanú problematiku prezentovanú na medzinárodnej vedeckej konferencii: „Teoretické a praktické aspekty verejných financií“ v Prahe.

2 VÝVOJ RELATÍVNEJ VÁHY VEREJNÉHO DLHU V KRAJINÁCH EÚ

V odbornej literatúre sa pri vymedzení verejného dlhu u jednotlivých autorov napr. Maaytová, Baláži, Hontyová, Dvořák, Šagát, stretávame s jeho rôznymi definíciami vyplývajúcimi najmä z odlišnosti jednotlivých prístupov k samotnému verejnému dlhu. (Beličková a kol.,2010, Ochrana, Pavel, Vítek a kol.,2010, Medved', Nemeč a kol. 2011).

„Z pohľadu ekonomickej teórie je nutné „verejný dlh“ vymedziť nielen subjektovo (kto dlhuje), ale predovšetkým obsahovo (aké záväzky tento dlh tvorí)” uvádza Dvořák (2008. s.81). “Verejný dlh je súhrn pohľadávok ostatných ekonomických subjektov vo vzťahu k štátu bez ohľadu na to, či vznikli rozpočtovou cestou, alebo inak” uvádza Hontyová (In: Beličková a kol. 2010). Používaná metodika medzinárodného menového fondu (Government Finance statistics-GFS 2001) definuje verejný dlh ako: “celkové saldo finančných aktív a pasív štátu vrátane salda eventuálnych mimorozpočtových fondov“ uviedol Šagát (In: Medved', Nemeč a kol. 2011) Pri skúmaní dynamiky rastu dlhu vo vzťahu k HDP rozlišujeme čistý a hrubý verejný dlh. V tomto príspevku sme vychádzali zo slovenskej terminológie a v súlade s ňou ako hrubý verejný dlh sa používa hrubý dlh verejnej správy konsolidovaný, ktorý zodpovedá metodike maastrichtského kritéria pre dlh.¹

Verejný dlh môžeme analyzovať v absolútnom alebo relatívnom vyjadrení.. Vyjadrenie dlhu v nominálnej hodnote však má určité nedostatky. Neinformuje dostatočne o závažnosti problému fiškálnej nerovnováhy a realnosti jej riešenia. Vhodnejším ukazovateľom dynamiky rastu verejného dlhu je preto jeho relatívne vyjadrenie, t.j. podiel dlhu na HDP v %, označovaný ako relatívna váha verejného dlhu. Uvedený podiel dlhu na HDP, je označovaný aj ako *dlhový pomer* a je ho možné vyjadriť ako zmenu podielu verejného dlhu v čase nasledovne:

$$dD/dY = (\partial D/\partial t)/Y - (D\partial Y/\partial t)/Y^2 = (\partial D/\partial t)/Y - [(\partial Y/\partial t)/Y]D/Y \quad (1)$$

Z uvedenej rovnice vyplýva, že podiel dlhu na HDP sa mení v čase ak klesá HDP alebo rastie dlh. Dôsledky samotného vývoja HDP závisia od podielu D a Y. Ak je

¹ Podľa EUROSTAT: Verejný dlh je definovaný v Maastrichtskej zmluve ako konsolidovaný hrubý verejný dlh v nominálnej hodnote, v obehu na konci roka. Sektor štátnej správy zahŕňa ústrednú štátnu správu, národné vlády, miestnej správy, a fondy sociálneho zabezpečenia. Príslušné definície sú uvedené v nariadení Rady 3605/93, v znení neskorších predpisov. Dáta za sektor verejnej správy sú konsolidované medzi sub-sektory na národnej úrovni. Sériu sa meria v eurách a je prezentovaná ako percento HDP.

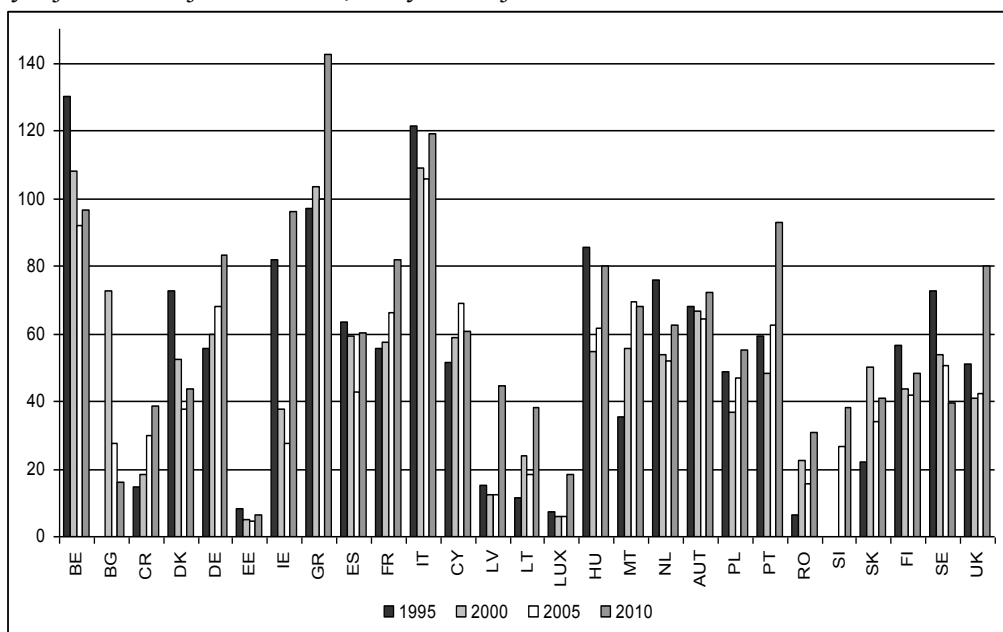
podiel dlhu na HDP (D / Y) vysoký, potom v recesii, pri ktorej dochádza k poklesu HDP môže viesť k významnému rastu dlhového pomeru.

Finančná a hospodárska kríza sa výraznou mierou podpísala aj pod prudký rast verejného dlhu, čím sa umocnila nutnosť riešenia dlhodobej fiškálnej nerovnováhy väčšiny krajín sveta.

Významným problémom globálnej krízy je, ako uvádza aj Nemeč, „...extrémne zadlžovanie všetkých segmentov ekonomiky – od domácnosti, cez podnikovú sféru, bankový sektor, až po samotné štáty“ (Nemeč, 2011, s.27). Odborná ekonomická, ako aj laická verejnosť, no predovšetkým politické vlády sa zamýšľajú nad samotnými príčinami, determinantmi, a v neposlednom rade riešeniami, ktoré môžu tento nepriaznivý vývoj, prehlbujúci sa od 70. rokov minulého storočia, zastaviť alebo aspoň spomaliť.

Verejný dlh Slovenskej republiky (SR), ktorý sa za ostatné dva roky zvýšil o viac ako 42%, sa v súčasnosti pohybuje na úrovni 25 mld. €. K jeho výraznému rastu prispeli aj prijímané opatrenia predchádzajúcej vlády na zmiernenie dopadov ekonomickej krízy. Verejný dlh Českej republiky (ČR) v súčasnosti preyšuje hodnotu 1,5 bilióna Kč (na 1 obyvateľa pripadá 145 046 Kč.), čo predstavuje 41,4% HDP.

Na dôležitosť skúmania i riešenia neustále rastúceho verejného dlhu poukazuje aj vývoj dlhu v krajinách EÚ 27, ktorý ilustruje obrázok 1.



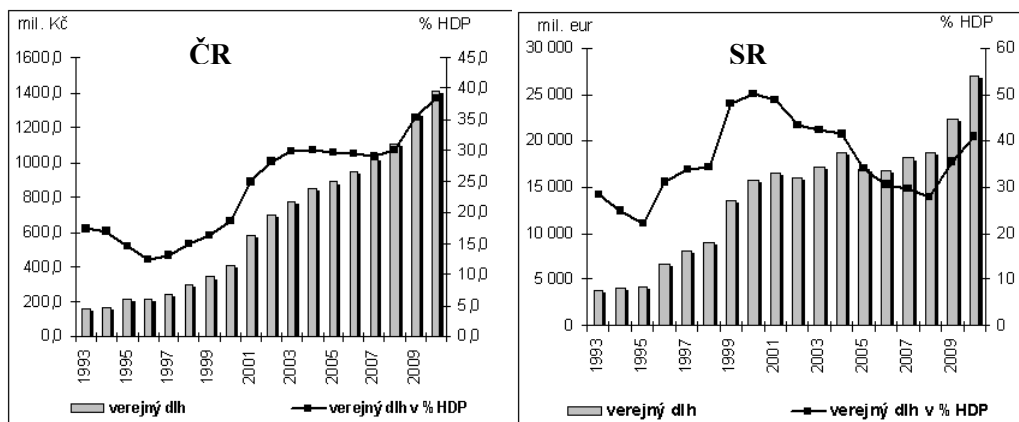
Obrázok 1 Vývoj relatívnej váhy hrubého verejného dlhu v krajinách EÚ 27 v % HDP

Zdroj: vlastné spracovanie údajov podľa Eurostat

Vývoj relatívnej váhy hrubého verejného dlhu v EÚ 27 za obdobie 1995 – 2010 ani zďaleka nie je optimistický. V medziach Maastrichtského kritéria o výške verejného dlhu sa nachádzajú vo väčšine prípadov iba novo prijaté krajiny – t.j. bývalé krajiny Sovietskeho zväzu a bývalé socialistické krajiny strednej a východnej Európy. Z pôvodných členských krajín EÚ hranicu 60 % dlhu na HDP v roku 2010 neprekračuje iba Luxembursko. Z vyspelých krajín je to už len Fínsko, ktoré vstúpilo do EÚ v roku 1995. Hranicu 100 % dlhu na HDP prekračujú Grécko a Taliansko, Portugalsko a Belgicko sú tesne pod ňou.

V Slovenskej republike verejný dlh podobne ako v ČR v rokoch 1993-1995 klesal, čo ilustruje obrázok 2. Jeho rast v nasledujúcom období 1996-2000 mal dramatickejší priebeh ako v podmienkach ČR. Hlavnou príčinou bolo striedanie uplatňovaných hospodárskych politík často sa striedajúcich politických vlád. Radikálne reformné procesy realizované v SR od roku 2000 priaznivo ovplyvnili aj vývoj verejného dlhu, na ktorom sa podieľalo aj úsilie plnenia Maastrichtských kritérií. Priaznivý vývoj bol zastavený až ostatnou krízou. Na rastúcom verejnom dlhu SR sa podpísali aj prijímané opatrenia slovenskej vlády namierené na jej zmiernenie.

Z uvedených grafov vyplýva zrejmy rast verejného dlhu tak v podmienkach SR, ako aj celej EÚ.



Obrázok 2 Vývoj verejného dlhu v podmienkach SR a ČR

Zdroj: vlastné spracovanie údajov podľa Ministerstva financií SR a ČR

2.1 Faktory pôsobiace na rast relatívneho verejného dlhu

Medzi faktory, ktoré sa podieľajú na zmenách verejného dlhu zaraďujeme ekonomickú situáciu krajiny, politickú situáciu, nastavenie fiškálnych pravidiel, nastavenie sociálnej politiky a demografický vývoj. (Maaytová, In: Ochrana, Pavel, Vítek a kol., 2010). Niektoré z vyššie uvedených faktorov, je možné konkretizovať a sústrediť pozornosť na faktory, ktoré pôsobia hlavne na rast verejného dlhu

v relatívnom vyjadrení. To umožňuje vysvetliť, prečo môže podiel verejného dlhu k HDP klesať aj cez trvalejšie primárne rozpočtové deficity, a naopak prečo sa môže zvyšovať, aj keď ekonomika vykazuje rozpočtové prebytky. (Dvořák, 2011)

U Dvořáka je pozornosť venovaná štyrom hlavným faktorom, ktoré je možné vyjadriť aj pomocou rovnice:

- *východzia hodnota tohto ukazovateľa* na začiatku rozpočtového obdobia, ktorá vyjadruje mieru zdedenej dlhovej záťaže,
- *veľkosť primárneho deficitu* v danom rozpočtovom období, ktorý vyjadruje nárast zadĺženia vplyvom vládnej fiškálnej politiky,
- *mera monetizácie dlhu*, ktorá vyjadruje, do akej miery bol verejný dlh transformovaný operáciami na voľnom trhu do prírastku peňažnej zásoby,
- *pomer úrokovej miery*, ktorou je dlh úročený a *tempa rastu HDP*.

$$\overline{d}_1 = \overline{d}_0 * R + \overline{pd}_1 - \overline{dM}_1 \quad (2)$$

kde: \overline{d}_1 predstavuje výsledný podiel verejného dlhu k HDP,

$\overline{d}_0 * R$ vyjadruje zmenu východzieho podielu verejného dlhu vplyvom úrokovej miery (r) a tempa rastu HDP (g),

\overline{pd}_1 vyjadruje podiel primárneho deficitu k HDP,

\overline{dM} predstavuje podiel objemu monetizácie dlhu k HDP.

Uvedený vzťah poukazuje na pozitívny vzťah relatívnej váhy verejného dlhu a hodnoty východzieho verejného dlhu, primárneho deficitu, ako aj pomeru úrokovej miery a tempa rastu HDP. S rastom týchto veličín dochádza aj k rastu relatívneho dlhu. Pokles relatívnej váhy dlhu môže spôsobiť monetizácia dlhu.

Ak krajina hospodári s vyrovnaným rozpočtom, tj. $\overline{pd}_1 = 0$, potom môžu nastať tri situácie (Ochrana, Pavel, Víték a kol., 2010):

Tabuľka 1

| situácia | veľkosť R | vzťah medzi r a g | veľkosť d_1 |
|----------|-----------|-------------------|---------------|
| 1 | $R = 1$ | $r = g$ | $d_1 = d_0$ |
| 2 | $R > 1$ | $r > g$ | $d_1 > d_0$ |
| 3 | $R < 1$ | $r < g$ | $d_1 < d_0$ |

Zdroj: Maaytová, In: Ochrana, Pavel, Víték a kol. 2010

1. pomer dlhu k HDP je konštantný, absolútna výška dlhu môže rásť,

2. situácia označovaná ako dlhová pasca (predstavujúca vyššiu mieru reálnej úrokovej miery, ako je tempo rastu HDP), podiel dlhu k HDP rastie i pri vyrovnanom rozpočte,
3. dlhová kvóta klesá vďaka vyššiemu rastu HDP, nie je možné určiť absolútnu zmenu dlhu.

Ak krajina hospodári s deficitom, t.j. $\overline{pd}_1 > 0$, potom môžu za predpokladov uvedených v predchádzajúcej tabuľke 1, nastať tieto situácie:

1. dlhová kvóta v danom období rastie kvôli existencii deficitu,
2. podiel dlhu k HDP rastie z dôvodu existencie deficitu a z dôvodu nepriaznivého vzťahu r a g ,
3. nie je možné jednoznačne určiť zmenu dlhovej kvóty v danom období, zmena závisí na vzťahu medzi R a \overline{pd}_1 .

Je potrebné podotknúť, že žiadny z uvedených faktorov, s výnimkou primárneho deficitu vláda nemôže ovplyvniť.

Mieru dlhovej záťaže vláda zdedí po predchádzajúcej vláde, monetizácia dlhu je plne v kompetencii centrálnej banky a pomer veľkosti úrokovej miery a tempa rastu HDP nie sú priamo ovplyvniteľné. Aj keď vláda môže do určitej miery ovplyvňovať tempo rastu HDP, jej úspešnosť závisí od viacerých exogénnych faktorov, ktoré ňou nie sú ovplyvniteľné. Jedinou premennou, ktorú je vláda schopná ovplyvniť, je preto veľkosť primárneho deficitu. Aj táto schopnosť je však do určitej miery obmedzená.

2.2 Bisphamova analýza

Podrobnejšej analýze venoval pozornosť Bispham (1987), ktorý vyvinul súbor rovníc a svoju analýzu realizoval na troch úrovniach².

- verejný dlh nie je úročený ($r = 0$),
- verejný dlh je úročený, úroková miera je menšia ako tempo rastu produktu ($r < g$),
- verejný dlh je úročený, úroková miera je rovná tempu rastu produktu ($r = g$) alebo je vyššia ($r > g$).

² „Bispham pracuje s reálnym národným produktom a nominálnou efektívnou úrokovou mierou, infláciu zahŕňa do úvahy samostatne. Efektívna úroková miera je úroková miera po zdanení. Jej využitie je tu namieste, pretože zdanením sa časť úrokov zaplateného držiteľom vládnych obligácií vracia štátu späť.“ (Dvořák, 2011)

Ako už z predchádzajúcej rovnice a skúmaných situácií vyplýva, je zreteľný význam úrokovej miery ako dôležitého exogénneho faktora s vplyvom na vývoj váhy verejného dlhu. Čo sa stane s podielom dlhu na HDP závisí na vzťahu medzi úrokovou mierou (r) a ekonomickým rastom (g) (Bispham, 1987):

Prvá situácia, ak je úroková miera menšia ako rast produktu je vymedzená:

$$D_t / Y_t = -b \left(\frac{1+g}{g-r} \right) \quad (3)$$

Ak je dlh úročený a pritom je $r < g$, znamená to, že ani opakované primárne deficity nemusia vyústiť do expozívneho rastu relatívnej váhy verejného dlhu.

Situácia, kedy je úroková miera väčšia ako tempo rastu produktu je vymedzená:

$$D_t / Y_t = -b \left(\frac{1+g}{r-g} \right) \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^t + b \left(\frac{1+g}{r-g} \right) + \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^t D_0 / Y_0 \quad (4)$$

V tomto prípade, keď $r > g$, relatívna váha dlhu závisí na veľkosti a znamienka pôvodného pomeru dlhu / HDP a primárneho salda. V prípade, ak prvotne existuje verejný dlh a primárny deficit, tak relatívna váha dlhu bude v dlhodobom horizonte ($t \rightarrow \infty$) nekontrolovateľne rásť (fiškálna politika je neudržateľná). Na druhej strane, ak má vláda nejaký primárny prebytok a nemá počiatočný dlh, sa vláda dostáva do výhodnej čistej pozície. Táto situácia sa však v realite neobjavuje. Tempo rastu relatívneho verejného dlhu je teda tým vyššie, čím je primárny deficit vyšší a čím je pomer tempo rastu produktu (g) a úrokovej miery (r) vyšší. Nárast relatívnej váhy verejného dlhu môže viesť k efektu snowballing, teda do dlhovej pasce. (Bispham, 1987)

Záver, ktoré priniesla Bisphamova analýza by sme všeobecne mohli zhrnúť nasledovne:

- Na vývoj relatívnej váhy verejného dlhu nepôsobí len primárny deficit, ale exogénne faktory, z ktorých za najdôležitejší môžeme považovať pomer úrokovej miery a tempa rastu HDP.
- Ak je rast úrokovej miery, ktorou je dlh úročený vyšší ako tempo rastu HDP, dochádza k rastu relatívnej váhy dlhu aj pri nulovom primárnom deficite
- Situácia, pri ktorej dochádza k rýchlejšiemu rastu úrokovej miery ako tempa rastu HDP je ovplyvnená viacerými exogénnymi faktormi a je označovaná ako dlhová pasca.

- Ak bude úroková miera nižšia ako tempo rastu HDP nemusí sa podiel dlhu na HDP zvyšovať ani v prípade existencie primárneho deficitu, a dokonca môže zakrývať vládnu fiškálnu nedisciplinovanosť.

Rovnice, ktoré Bispham použil vo svojej analýze upravili a rozšírili ďalší autori, ktorí identifikovali a vytvorili ukazovatele fiškálnej udržateľnosti.

Vplyv jednotlivých spomenutých faktorov v Európe za obdobie 2007 – 2011 podáva tabuľka 2. V správe, ktorú vypracovala Európska komisia je kvantifikovaný výsledný a predpokladaný vplyv v roku 2012 primárneho rozpočtového salda, pomer úrokovej miery a tempa rastu ako faktor R a ďalších ostatných mimorozpočtových vplyvov³, označených ako stock-flow adjustment.

Hoci správa Európskej komisie za rok 2011 „Public finances in EMU 2011“ uvádza, že pomalé náznaky zotavenia z druhej najhoršej hospodárskej krízy sú v plnom prúde a očakáva podobný priaznivý vývoj aj v nasledujúcom období, dôsledky pre oblasť verejných financií sú naďalej významné.

Ako uvádza správa, v roku 2012 sa predpokladá zvýšenie podielu hrubého dlhu na HDP v EÚ-27 z pôvodných 59 % v roku 2007 na 83,3 % HDP, čo predstavuje 24,3 % nárast za ostatných 5 rokov. Čiastočne sa to dá vysvetliť výrazným nárastom dlhu v Nemecku, ktoré je významnou súčasťou EÚ a eurozóny, ako aj veľkým nárastom dlhu v Spojenom kráľovstve. V rámci celkového nárastu však existujú významné rozdiely medzi jednotlivými krajinami. Podľa uvedenej správy, krajiny s počiatočným vysokým dlhom boli vystavené efektu „snehovej gule“, čelili výraznému nárastu úrokovej miery a neschopnosti splácať dlh v strednodobom horizonte. Kľúčovými však boli aj iné faktory ako celková makroekonomická nerovnováha, nestabilita na finančných trhoch a realizácia vládnych intervencií vo finančnom sektore.

Heterogenita v raste dlhu je spôsobená najmä značnými rozdielmi medzi jednotlivými krajinami v oblasti verejných intervencií vo finančnom sektore. Krajiny s veľkým objemom intervencií vo finančnom sektore, ako je Fínsko, Írsko, Luxembursko a Dánsko, majú vysokú hodnotu stock-flow adjustment, v tomto prípade zahrnuté v položke „ostatné vplyvy“ v tabuľke 2.

³ Ostatné vplyvy zahŕňajú faktory patriace pod stock-flow adjustment. Tie zaisťujú bezchybný prechod od rozpočtového deficitu k prírastku dlhu. Významnejší z nich je vplyv príjmov z privatizácie a zmena reálnej hodnoty dlhu denominovaného v zahraničnej mene v dôsledku kurzových vplyvov.

Tabuľka 2

| krajina | Podiel hrubého dlhu k HDP | | | | | | Zmena 2007 - 2012 | Vplyv primárneho salda | Vplyv faktora R | Ostatné vplyvy |
|--------------|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------|------------------------------|--------------------|-------------------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | | | | |
| BE | 84,2 | 89,6 | 96,2 | 96,8 | 97 | 97,5 | 13,3 | 1,5 | 5 | 6,8 |
| DE | 64,9 | 66,3 | 73,5 | 83,2 | 82,4 | 81,1 | 16,1 | -3,1 | 4,8 | 14,4 |
| EE | 3,7 | 4,6 | 7,2 | 6,6 | 6,1 | 6,9 | 3,2 | 6,3 | 0,7 | -3,8 |
| IE | 25 | 44,4 | 65,6 | 96,2 | 112 | 117,9 | 92,9 | 58,3 | 20,1 | 14,5 |
| EL | 105,4 | 110,7 | 127,1 | 142,8 | 157,7 | 166,1 | 60,7 | 24,7 | 31,3 | 4,7 |
| ES | 36,1 | 39,8 | 53,3 | 60,1 | 68,1 | 71 | 34,9 | 26,2 | 6,9 | 1,7 |
| FR | 63,9 | 67,7 | 78,3 | 81,7 | 84,7 | 86,8 | 22,9 | 15,6 | 5,3 | 2 |
| IT | 103,6 | 106,3 | 116,1 | 119 | 120,3 | 119,8 | 16,2 | -4,4 | 17,3 | 3,2 |
| LU | 6,7 | 13,6 | 14,6 | 18,4 | 17,2 | 19 | 12,4 | -0,3 | -1,2 | 13,9 |
| NL | 45,3 | 58,2 | 60,8 | 62,7 | 63,9 | 64 | 18,7 | 5,6 | 4,6 | 8,4 |
| AT | 60,7 | 63,8 | 69,6 | 72,3 | 73,8 | 75,4 | 14,7 | 2,9 | 5,5 | 6,3 |
| PT | 68,3 | 71,6 | 83 | 93 | 101,7 | 107,4 | 39,1 | 15,3 | 18 | 5,9 |
| SI | 23,1 | 21,9 | 35,2 | 38 | 42,8 | 46 | 22,9 | 16,5 | 3,8 | 2,7 |
| FI | 35,2 | 34,1 | 43,8 | 48,4 | 50,6 | 52,2 | 17 | -3,7 | 0,4 | 20,3 |
| MT | 62 | 61,5 | 67,6 | 68 | 68 | 67,9 | 5,9 | 2,4 | 1,1 | 2,4 |
| CY | 58,3 | 48,3 | 58 | 60,8 | 62,3 | 64,3 | 6 | 8 | 1,5 | -3,5 |
| SK | 29,3 | 27,8 | 35,4 | 41 | 44,8 | 46,8 | 17,2 | 20,4 | 0,2 | -3,3 |
| EA-17 | 66,3 | 70 | 79,4 | 85,5 | 87,9 | 88,7 | 22,3 | 7,4 | 7,9 | 7 |
| BG | 17,2 | 13,7 | 14,6 | 16,2 | 18 | 18,6 | 1,4 | 6,6 | -0,5 | -4,7 |
| CZ | 29 | 30 | 35,3 | 38,5 | 41,3 | 42,9 | 14 | 14,3 | 3,6 | -4 |
| DK | 27,5 | 34,5 | 41,8 | 43,6 | 45,3 | 47,1 | 19,6 | 0,6 | 4,7 | 14,2 |
| LV | 9 | 19,7 | 36,7 | 44,7 | 48,2 | 49,4 | 40,4 | 22,4 | 7,5 | 10,5 |
| LT | 16,9 | 15,6 | 29,5 | 38,2 | 40,7 | 43,6 | 26,6 | 22,5 | 2,4 | 1,8 |
| HU | 66,1 | 72,3 | 78,4 | 80,2 | 75,2 | 72,7 | 6,6 | -6,3 | 7,9 | 5,1 |
| PL | 45 | 47,1 | 50,9 | 55 | 55,4 | 55,1 | 10,1 | 45,3 | -2,7 | -2,4 |
| RO | 12,6 | 13,4 | 23,6 | 30,8 | 33,7 | 34,8 | 22,2 | 21,6 | 0,5 | 0,2 |
| SE | 40,2 | 38,8 | 42,8 | 39,8 | 36,5 | 33,4 | -6,9 | -9,2 | -0,7 | 3 |
| UK | 44,5 | 54,4 | 69,6 | 80 | 84,2 | 87,9 | 43,5 | 28,7 | 5,4 | 9,5 |
| EU-27 | 59 | 62,3 | 74,4 | 80,2 | 82,3 | 83,3 | 24,3 | 10,1 | 8,6 | 5,6 |

Zdroj: Public Finances in EMU, 2011

Veľmi dôležitým faktorom je výška primárneho deficitu krajiny. V Írsku napríklad sa predpokladá, že dlh vzrastie z hodnoty 25% HDP na 118% HDP v roku 2012. Tento vývoj vyplýva z veľkého primárneho deficitu, rastúcich nákladov na úroky a klesajúcej nominálnej hodnoty HDP, ale aj z opatrení na záchranu bánk, ktoré tvoria viac ako 20% HDP vo forme zmien ako súčasť vládneho deficitu a dlhu. Tento faktor zohral významnú úlohu aj v ostatných krajinách ako Španielsko, Slovensko, Lotyšsko, Litva a Rumunsko. Naopak pozitívny vplyv zníženia primárneho deficitu zaznamenalo Švédsko, ktoré týmto vplyvom o hodnote 9,2 % HDP prispelo aj k celkovému poklesu relatívnej váhy verejného dlhu na HDP.

Tretí faktor, vplyv zmien v pomere úrokovej miery a tempa rastu HDP bol výrazný najmä v Portugalsku kde zaznamenal nárast 18% HDP, a tak negatívne prispel

k rastu podielu dlhu na HDP. V dôsledku toho sa krajina zaradila medzi top 10 krajín s najvyšším nárastom relatívnej váhy verejného dlhu.

Najhoršie sa vyvíjajúcim faktorom v podmienkach SR sa stala výška primárneho deficitu, 20,4 % HDP. Práve tento faktor najväčšou mierou prispel k rastu verejného dlhu v roku 2011 na úroveň 44,8 % HDP. Európska komisia však predpokladá do roku 2012 pozitívny vplyv v oblasti stock-flow adjustments vo výške 3,3 % HDP.

Európska komisia zároveň očakáva, že v štyroch krajinách dlh presiahne 100% HDP do konca roku 2011. Taliansko, Grécko, Írsko a okrajovo aj v Portugalsko, Belgicko, Nemecko, Francúzsko, Cyprus, Maďarsko, Malta, Holandsko a Rakúsko. Ďalšie zvyšovanie ukazovateľov sa predpokladá vo všetkých z nich, s výnimkou Nemecka a Maďarska. V prípade Malty by mal dlh zostať približne konštantný.

Ako bolo spomenuté, jednotlivé vlády ako aj odborná a laická verejnosť sústreďuje pozornosť aj na identifikáciu faktorov, ktoré sa podieľajú na zvyšovaní verejného dlhu krajiny. Obdobne ako Európska komisia aj MF SR vypracováva každoročnú správu o aktuálnej situácii a vývoji jednotlivých faktorov pôsobiacich na dlh. Podrobný popis faktorov uvádza tabuľka 3. Zároveň sme na podmienky SR aplikovali už spomínanú Bisphamovu analýzu.

Tabuľka 3

| Príspevky k zmene hrubého dlhu verejnej správy | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|-------|------|------|------|------|------|
| Primárne saldo | % HDP | 0,4 | 0,8 | 6,5 | 6,3 | 3,1 |
| Snehová guľa | % HDP | -1,8 | -1,2 | 3,2 | -0,1 | -0,8 |
| Úroky | % HDP | 1,4 | 1,2 | 1,4 | 1,4 | 1,8 |
| Rast nominálneho HDP | % HDP | -3,2 | -2,4 | 1,7 | -1,5 | -2,6 |
| Stock-flow adjustment | % HDP | 0,5 | -1,5 | -2,1 | 1,8 | -0,1 |

Zdroj: vlastné spracovanie údajov podľa IFP MF SR

Tabuľka 3 uvádza vývoj troch základných príspevkov k zmene hrubého dlhu verejnej správy v období 2007 - 2011. Na základe týchto údajov zverejnených Inštitútom finančnej politiky MF SR môžeme konštatovať, že sa na zmene verejného dlhu najviac podieľalo primárne saldo. Najmä v období 2009 a 2010 sa príspevok primárneho salda k zmene dlhu vyšplhal až na hodnotu 6,5 a 6,3 % HDP. Táto výška primárneho deficitu prispela k rastu verejného dlhu v roku 2011 na úroveň 44,8 % HDP. Slovensko sa tak v tomto roku zaradilo medzi krajiny, u ktorých sa aj vďaka tomuto ukazovateľu predpokladá následné zvyšovanie verejného dlhu.

Efekt tzv. "snehovej gule" odrážajúci veľkosť úrokov a rast nominálneho HDP vyvrcholil v pozitívnom slova zmysle v roku 2009, kedy dosiahol hodnotu až 3,2 % HDP. Počas roku 2009 rast nominálneho HDP prevyšoval hodnotu úrokovej miery, čo

predstavovalo pozitívum pre ekonomiku SR. snaha o udržanie všetkých ukazovateľov a splnenie podmienok nevyhnutných pre vstup do EMU znamenali pre SR pozitívne obdobie. Aj napriek tomu, že výška úrokovej miery ostala v nasledujúcom období nezmenená, pokles HDP prispel k opätovnému nabaľovaniu a prehlbovaniu len dočasne zakrývajúcich problémov.

Posledným faktorom prispievajúcim k zmene verejného dlhu predstavuje položka stock-flow adjustment. za obdobie 2007 - 2011 vykázal najväčšiu volatilitu. Realizácia vládnych opatrní ako reakcia na pretrvávajúcu krízu sa prejavili pozitívnym vplyvom a znižovaním samotného faktora. Následné intervencie však spôsobili jeho nárast, čím prispel aj k rastu samotného verejného dlhu. Celkové opatrenia realizované na pôde SR však Európska komisia pokladá do roku 2012 za pozitívny vplyv, až vo výške 3,3 % HDP.

Výsledky Bisphamovej analýzy na uvedených troch úrovniach v podmienkach SR uvádza tabuľka 4.

Pri výsledkoch na prvej úrovni, teda za predpokladu, že verejný dlh nie je úročený je potrebné zdôrazniť, že v podmienkach SR ide o abstraktnú situáciu, keďže verejný dlh je úročený, a to nielen počas sledovaného obdobia. Aj napriek tomu, že ide o modelový prípad, výsledné hodnoty poukázali predovšetkým na dôležitosť veľkosti primárneho salda.

Tabuľka 4

| | vplyv faktorov | | | 1 | 2 | 3 |
|-------------|----------------|----------------------|---------------|--------------------|------------------------|------------------------|
| | primárne saldo | rast nominálneho HDP | úroková miera | dlh nie je úročený | dlh je úročený $r < g$ | dlh je úročený $r > g$ |
| 2007 | 0,4 | -3,2 | 1,4 | 29,35% | - | 20,50% |
| 2008 | 0,8 | -2,4 | 1,2 | 49,16% | - | 32,40% |
| 2009 | 6,5 | 1,7 | 1,4 | - | -58,0532 | - |
| 2010 | 6,3 | -1,5 | 1,4 | 221,00% | - | 114,28% |
| 2011 | 3,1 | -2,6 | 1,8 | 192,99% | - | 114,54% |

Zdroj: vlastné prepočty z údajov IFP MF SR

Podstatnejšie však boli výsledky, ktoré sme získali z nasledujúcich dvoch situácií.

Za celé sledované obdobie 2007 - 2011 sa vyskytol jediný prípad, pri ktorom bolo tempo rastu produktu vyššie ako úroková miera ($g > r$). V roku 2009, kedy bolo tempo rastu nominálneho produktu 1,7 % a úroková miera 1,4 % nám vplyvom týchto faktorov hodnota relatívnej váhy verejného dlhu konvergovala k hodnote -58,05%.

Počas ostatného obdobia však úroková miera prevyšovala tempo rastu produktu, čo potvrdilo závery Bisphamovej analýzy o tom, že došlo k rastu relatívnej váhy

verejného dlhu aj pri malej zmene primárneho salda, dokonca v roku 2011 aj pri jeho znižovaní.

3 ZÁVER

Súčasná kríza sa v oblasti verejných financií naďalej prehĺbuje, a preto považujeme za nutné venovať zvýšenú pozornosť determinantom verejného Skutočnosť, že absolútne vyjadrenie verejného dlhu neinformuje dostatočne o fiškálnej nerovnováhe danej krajiny, je dôležitým najmä podiel verejného dlhu na HDP, označovaný ako dlhový pomer. Vplyv jednotlivých faktorov na relatívnu váhu verejného dlhu nám umožňuje vysvetliť, prečo sa podiel dlhu k HDP znižuje aj cez primárne rozpočtové deficity a a naopak, prečo sa môže zvyšovať, aj keď krajiny vykazujú vysoké prebytky.

Analýzy sústreďujú pozornosť na základné faktorom, ktoré vplývajú na vývoj relatívnej váhy verejného dlhu. Príspevok sa zameriaval na vplyv primárneho deficitu krajiny, tzv. snehovej gule, odrážajúcej vplyv úrokovej miery a tempa rastu HDP, ako aj stock-flow adjustment.. Príspevok skúmal vývoj uvedených determinantov v rámci celej EÚ, ako aj v podmienkach SR za stanovené obdobie 2007 - 2011.

Teoretické základy Bisphamovej analýzy boli aplikované na konkrétne údaje v podmienkach SR a na základe výsledkov analýzy poukázali na dôležitosť a vplyv jednotlivých faktorov.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BALÁŽI, P.: Vymedzenie pojmu dlh vo vzťahu k rozpočtovým systémom. In: BELIČKOVÁ, K. a kol. (ed) 2010. Rozpočtová teória, politika a prax. Bratislava: Iura Edition, spol. s.r.o. ISBN 978-80-8078-335-8
- [2] BELIČKOVÁ, K. a kol.: Rozpočtová teória, politika a prax. Bratislava: Iura Edition, spol. s.r.o. 2010. ISBN 978-80-8078-335-8
- [3] BISPHAM, J.A.: Rising public sector indebtedness: Some more unpleasant arithmetic. In: BOSKIN, M.J., FLEMMING, J.S., GORINI, S. (ed.) 1987. Private saving and public debt. Oxford: Blackwell, p. 40-71.
- [4] DVORÁK, P.: Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. 1. vydání. Praha: C.H.Beck. 2008. ISBN 978-80-7400-057-1
- [5] EUROPEAN COMMISSION: Public Finances in EMU 2011. Brussels, [online]. 2011. [cit. 2011-09-25]. Dostupné na internete: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/e-2011-3_en.pdf
- [6] HONTYOVÁ, K.: Štátny (verejný) dlh. In: BELIČKOVÁ, K. a kol.: Rozpočtová teória, politika a prax. Bratislava: Iura Edition, spol. s.r.o. 2010. ISBN 978-80-8078-335-8
- [7] HORVÁTHOVÁ, L.: Macroeconomic stability measured by misery index and its relationship with fiscal decentralization in the case of the Slovak Republic, In:

- Transactions of the Universities of Košice. Č. 3 (2011), s. 30-35. - ISSN 1335-2334
- [8] JAKUBÍKOVÁ, E.: Spoločný rozpočet Európskej únie. In: MEDVEĎ, J., NEMEC, J. a kol.: Verejné financie. Bratislava: Sprint dva. 2011. ISBN 978-80-89393-46-6
- [9] JAKUBÍKOVÁ, E., MIHÓKOVÁ, L.: Dopady verejného dlhu na makroekonomický vývoj SR. In: Teoretické a praktické aspekty verejných financií: 16. ročník mezinárodní odborné konference. Praha: VŠE, 2011. ISBN 978-80-245-1763-6
- [10] MAAYTOVÁ, A.: Rozpočtový deficit. Finanční řízení veřejného dluhu. In: OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L. a kol.: Veřejný sector a veřejné finance. Financování nepodnikatelských a podnikatelských aktivit. Praha: Grada Publishing, a.s. 2010. ISBN 978-80-247-3228-2
- [11] MEDVEĎ, J., NEMEC, J. a kol.: Verejné financie. Bratislava: Sprint dva. 2011. ISBN 978-80-89393-46-6
- [12] MINISTERSTVO FINANCIÍ: Inštitút finančnej politiky. Ekonomické štatistiky. Fiškálne indikátory. [online]. 2005. [cit. 2011-03-08]. Dostupné na internete: http://www.finance.gov.sk/Documents/Ifp/Ekonomika_v_cislach/Fiskal/fiskalne_indikatory_web_20110119.xml
- [13] OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L. a kol.: Veřejný sector a veřejné finance. Financování nepodnikatelských a podnikatelských aktivit. Praha: Grada Publishing, a.s. 2010. ISBN 978-80-247-3228-2
- [14] ŠAGÁT, V.: Verejný dlh. In: MEDVEĎ, J., NEMEC, J. a kol.: Verejné financie. Bratislava: Sprint dva. 2011. ISBN 978-80-89393-46-6