

DEBT BEHAVIOUR OF CZECH AND SLOVAK GOVERNMENTS: STOCK-FLOW ADJUSTMENT ANALYSIS OF POST-CRISIS PERIOD

Martin Murín¹

Abstract

The public debt is one of the most monitored macroeconomic indicators. During recent history, it reaches a high ratio to the GDP in advanced countries. Several economists believe that the level of government indebtedness is attacking a threshold which is bearable for the economy. The study aims to describe the development of debt quota in the Czech Republic and Slovakia from 2007 to 2016. Based on the results, the debt quota changes it is shown that while the indebtedness of these two countries is low relative to the OECD, Slovak public finance seems to be in more danger than the Czech. Slovakia has been impotent to create primary surplus even during the period of high economic performance. The main reason why the Slovak debt to GDP was able to decline since 2012 is a good macroeconomic environment creating low-interest rates and high growth of GDP.

Keywords

Public Debt, Fiscal Deficit, Stock-Flow Adjustment

I. Úvod

Vývoj verejného dlhu je témou, ktorá je v súčasnosti široko diskutovanou, nie len na akademickej úrovni (Grobéty, 2018, Eberhardt a Presbitero, 2015, Murín, 2018b), či prakticko-odbornej (Múčka, 2019, Múčka a Odór, 2018), ale priamo na úrovni hospodársky politickej (TASR, 2019). Napriek pomerne častému používaniu pojmu verejný dlh sa v literatúre len málokedy uvádza jeho komplexnejšia definícia (Bloch a Fall, 2016, Nieuwenhuyze, 2013). V tuzemskej literatúre býva bežne verejný dlh vymedzený ako kumulatívny súčet predchádzajúcich fiškálnych deficitov. Takáto definícia je však nedostatočná a často zavádzajúca, na čo sa pokúsim v tomto príspevku poukázať.

Jednoduchý a priamočiary vzťah medzi verejným dlhom a fiškálnym deficitom, tak ako ho popisujú napr. Dvořák (2008), či Benassy-Quéré *et al.* (2010), nemôže platiť už len z dôvodu odlišnosti charakteristiky účtovných kategórií. Kým dlh je stavová veličina, deficit zobrazuje bilanciu toku príjmov a výdavkov. Diferencia dlhu by tento problém mala riešiť, ale v skutočnosti to nedokáže. Existuje niekoľko významných dôvodov, pre ktoré sa ročná zmena verejného dlhu nemusí a často ani nerovná veľkosti deficitu, ktorý vláda vytvorila. V európskom priestore platná metodika ESA 2010, totiž zakladá odlišné účtovné pravidlá pre deficit a zmenu dlhu (Eurostat, 2016). Kým verejné príjmy a výdavky sú v národnom rozpočtovníctve vykazované na akruálnom princípe, zmeny súvahových účtov na princípe hotovostnom. Rozdielnosť, ktorá vďaka povahe dlhu a deficitu môže nastať, sa dá vysvetliť napr. pomocou odloženej daňovej povinnosti. Nech neexistuje verejný dlh a vláda v danom roku minie na výdavkoch 1 mld. Kč, ktoré boli celé vyplatené v rovnakom období. Oficiálne vykázané daňové príjmy v danom zdaňovacom období tvoria tiež 1 mld. Kč. Vláda nemá žiadne iné výdavky ani príjmy. Predstavme si hypotetickú situáciu, kedy na polovicu daňových príjmov subjekty uplatnia inštitút odloženia daňovej povinnosti alebo ich nebudú schopný zaplatiť. Podľa akruálneho princípu vláda vybrala rovnakú sumu, akú v danom roku minula a jej celkový deficit je nulový. Pri pohľade na zmenu vládnych finančných účtov však plynie,

¹ Masaryk University, Lipová 41/a, 60201 Brno, Czech Republic. PRIGO University, V. Nezvala 801/1, 73601 Havířov, Czech Republic. E-mail: martin.murin@mail.muni.cz.

že vláda zo svojho hotovostného účtu uvoľnila 1 mld., no na daňových výnosoch v danom období získala iba 500 mil. Jej dlh sa tak musel zvýšiť o zvyšnú sumu.

Z uvedeného príkladu plynie, že vláda v danom roku vytvorila dlh, aj keď jej rozpočet bol absolútne vyrovnaný. Rozdiely medzi prírastkami verejného dlhu a fiškálnym deficitom zachytáva tzv. stock-flow adjustment (ďalej len SFA). SFA je dôležitou kategóriou, ktorá je posudzovaná aj pre potreby procedúry nadmerného deficitu. Weber (2012) napr. tvrdí, že vďaka rozdielnosti medzi prírastkom dlhu a deficitom môže pomerne jednoducho znižovať hospodárska autorita transparentnosť fiškálnej politiky. Logika tohto názoru tkvie v tom, že podľa Webera je deficit kontrolovateľný širokou verejnosťou ďaleko jednoduchšie, ako prírastky, či úbytky finančných záväzkov a pohľadávok vlády. Z povahy zmien dlhu a deficitu je jasné, že nie je možné vyhnúť sa SFA úplne. Avšak pre transparentnú fiškálnu politiku platí, že SFA dôkladne vysvetľuje, a že z pravidla sa priemerné SFA v dostatočne dlhom období rovná nule.

Bez týchto metodických znalostí je analýza dlhových zmien akejkoľvek vlády vágna. Až po detailnom vymedzení pojmov je možné realizovať rozbor, ktorý by pomohol chápať dlhové správanie vlád. Cieľom príspevku je popísať zmeny verejného dlhu v Českej a Slovenskej republike v pokrízovom období. Na základe tohto popisu budú vytvorené závery o dlhovom správaní Českej a Slovenskej vlády. Obdobie, ktorému sa v príspevku venujem začína rokom 2007 a končí rokom 2016. Za referenčné hodnoty dynamiky dlhu sú v práci považované hodnoty vo vybraných 27 OECD ekonomikách. Nedochádza tak iba k porovnaniu Česka a Slovenska, ale aj porovnaniu krajín voči priemeru vyspelých krajín. Pochopenie dlhového správania v po krízovom období je v kontexte očakávaného demografického vývoja v oboch skúmaných ekonomikách naozaj dôležité.

II. Úskalia vykazovania dát verejného dlhu

Vymedzenie verejného dlhu v teoretických modeloch je pomerne jednoznačné. Teles a Mussolini (2014) a podobné teoreticko-analytické štúdie² vychádzajú z úvahy, že vláda čelí rozpočtovému obmedzeniu, z ktorého neplynú žiadne nejasnosti. Výsledný dlh je potom naozaj, ako uvádza Dvořák (2008), kumuláciou predchádzajúcich fiškálnych deficitov, ktoré sú závislé na veľkosti primárneho deficitu, úrokových mier a úrovni dlhu v predchádzajúcom roku.

Ako bolo vysvetlené už v úvode, vzťah medzi fiškálnym deficitom a dlhom v makroekonomickej realite nie je jednoznačný najmä kvôli existencii mimo rozpočtových zmien, ktoré ovplyvnia finančný účet vlády, a naopak existujú také rozpočtové operácie, ktoré sa nemusia presunúť na finančný účet. Vebrová a Rybáček (2014) uvádzajú napr. predaj štátnych aktív, ktorého príjmy môžu byť použité na zníženie vládnych pasív. Príjmy z predaja majetku však nie sú rozpočtovými príjmami a neprejavia sa v bilancii vlády (Eurostat, 2013).³ Pre zachytenie rozdielov medzi zmenou dlhu a veľkosťou bilancie vlády sa, nie len v metodike ESA 2010, používa SFA. SFA zachycuje najmä čisté nadobudnutie finančných aktív, rozdiely vyplývajúce z transakcií založených na akruálnom princípu a skutočných hotovostných operáciách, zmeny dlhu z titulu jeho účtovného precenenia (napr. zmena nominálneho kurzu), či po zmene zaradenia subjektu z jedného sektoru do iného, ktoré môže mať povahu zmeny metodiky, alebo zmenu pomerov v danej inštitucionálnej jednotky.

Eurostat (2018) rozdeľuje SFA do troch hlavných kategórií. Jedná sa o čisté nadobudnutie finančného majetku, účtovné oprávky a štatistickú diskrepanciu. Väčšina zmien veľkosti verejného dlhu, ktorá sa nedá popísať bilanciou medzi vládnyimi príjmami a výdavkami sa podľa Webera (2012) a Eurostatu (2018) dá vysvetliť objektívnymi dôvodmi. Eurostat ďalej

² Napr. Adama a Bevana (2005), Bachiocchi et al. (2011), Brauningger (2005), Greiner (2013), alebo Saint-Paul (1992).

³ Na rozdiel od kapitálového výnosu z predaja majetku, ktorý patrí medzi príjmy rozpočtu.

uvádza, že v priestore EÚ v rokoch 2014 až 2017 bol napriek existencii SFA najbežnejším spôsobom zmeny verejného dlhu príspevok výsledku hospodárenia vlády. Avšak veľkosť SFA nie je zanedbateľná v tomto období najmä vďaka čistému nadobudnutiu aktív a finančnému prispôsobeniu.

Uhopenie dlhu pomocou kumulovaných deficitov nie je postačujúce a pre ďalšiu analýzu veľmi nevhodné. Správna definícia dlhu je obzvlášť dôležitá, ak je jedným z výskumných nástrojov analýzy komparácia dvoch a viacerých ekonomík. V takýchto prípadoch je naozaj dôležité pracovať s metodicky rovnakými dátami. Matos et al. (2014) uvádzajú, že neexistuje úplný konsenzus o všetkých momentoch vykazovania verejného dlhu. Bloch a Fall (2016) tvrdia, že rozdiely v konkrétnych dlhových indikátoroch môžu vytvárať nejednoznačnosť a výrazne komplikovať porovnatelnosť krajín. Údaje zverejňované rôznymi medzinárodnými organizáciami bývajú podľa citovaných autorov často v rozpore. Z toho dôvodu je vysvetlenie rozdielov v publikovaných údajoch o dlhu podľa Blocha a Falla (2016) náročnou úlohou. Za hlavné zdroje nejasností obe citované štúdie považujú najmä otázky:

- a.) ktoré inštitucionálne jednotky do ukazovateľa zahrnúť;
- b.) s akými finančnými inštrumentmi pracovať;
- c.) v akej hodnote dlh publikovať;
- d.) vykazovať konsolidované alebo nekonsolidované dáta;
- e.) sledovať iba finančné záväzky vlády, alebo prihliadať aj k jej finančným aktívam.

Vymedzenie pojmu „verejný“

Tabuľka 1 zobrazuje sektorové vymedzenie ekonomiky podľa ESA 2010, ktorá je konzistentná s metodikou ESA 2008. Vďaka sektorovému vymedzeniu bude možné zadefinovať pojem verejný. Hoci sektorové členenie ekonomiky pozná pojmy verejného a súkromného sektoru, žiadna databáza nevykazuje dlh za celý verejný sektor. V odbornej literatúre sa taktiež pri pojme verejného dlhu nepracuje s celým verejným sektorom.

Tabuľka 1 Sektorové vymedzenie ekonomiky podľa ESA 2010

Sektor verejnej správy (S.13)	Sektor nefinančných korporácií (S.11)	Sektor finančných korporácií (S.12)	Sektor domácností (S.14)	Sektor neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam (S.15)
	Verejný sektor	Verejný sektor	Súkromný sektor	Súkromný sektor
	Súkromný sektor	Súkromný sektor		

Zdroj: Eurostat (2016), vlastné spracovanie

Verejný sektor sa člení na sektor verejnej správy (S.13) a tie inštitucionálne jednotky sektorov finančných (S.12) a nefinančných korporácií (S.11), ktoré podľa pravidiel konkrétnej metodiky spadajú pod kontrolu verejnej správy, vid' odstavce 20.18 metodiky ESA 2010 (Eurostat, 2013). Hranica medzi zaradením subjektu do verejného alebo súkromného sektoru môže byť v niektorých konkrétnych prípadoch mierne nejednoznačná, hlavne z dôvodu, že sa v čase môže dynamicky meniť vlastníctvo jednotiek. Štandardne bývajú sektory S.12 a S.11 zaradené pod súkromný sektor, vid' Murín (2018a), či Nieuwenhuyze (2013). Sektor verejnej správy je tým sektorom, ktorý je v empirických prácach sledovaný ako aproximácia celkového verejného sektoru, vid' A Eberhardt a Presbitero (2015), či Murín (2018b). Aj v tejto dizertačnej práci pojem verejný dlh zachycuje dlh sektoru verejnej správy. Je potrebné doplniť, že v slovenských a českých literárnych zdrojoch sa často vyskytujú pojmy ako vládny a štátny dlh, kedy vládny dlh predstavuje dlh verejného sektora a štátny dlh je dlhom ústrednej vlády (Vebrová a Rybáček, 2014).

Podľa Eurostatu (2013, s. 44) je v metodike ESA 2010 sektor verejnej správy definovaný ako sektor pozostávajúci z inštitucionálnych jednotiek, ktoré sú netrhovými producentmi. Ich produkcia je určená na individuálnu a kolektívnu spotrebu a sú financované povinnými platbami subjektov, ktorí patria do ostatných sektorov, spoločne s inštitucionálnymi jednotkami zapojenými do prerozdelenia národného dôchodku, či bohatstva. S.13 je možné rozdeliť na subsektory a to konkrétne (NBS, 2015): Ústredná štátna správa (S.1311), regionálna štátna správa (S.1312), miestna správa (S.1313), fondy sociálneho zabezpečenia (S.1314).

Určenie, či daná inštitucionálna jednotka spadá do sektora verejnej správy je podľa metodiky ESA 2010 závislé na naplnení jednej z dvoch podmienok, vid' Eurostat (2013). Jedná sa napr. o typické subjekty verejnej správy ako ministerstvá, súdy, správne orgány, atď. Komplikovanejšie je určiť jednotky spadajúce pod sektor verejnej správy, ktoré nie sú trhovými výrobcami. Trhová produkcia je taká produkcia, ktorá je realizovaná na trhu za ekonomicky významné ceny (Eurostat, 2013). Za trhového producenta je považovaná taká jednotka, ktorej príjmy z produkcie pokrývajú aspoň 50 % nákladov vynaložených na zaistenie týchto príjmov. Avšak, ak sa jedná o jednotku, ktorá je pod kontrolou verejnej správy, nie je toto vymedzenie taxatívne. Okrem kvantitatívneho kritéria 50 %, metodika ESA 2010 uvádza kvalitatívne pravidlá platiace pre verejný sektor. Podľa Štatistického úradu SR (2015) sa jedná o podmienky, kedy môžu byť príjmy vyššie ako 50 %, jednotka síce bude v princípe trhovým producentom, no bude spadať pod sektor verejnej správy, ak je naplnená 1 z 3 podmienok, podrobnejšie v citovanom odkaze. Z uvedeného plynie, že pod pojmom verejný je vo väčšine empirických prác spracovávaný dlh sektora verejnej správy. Tento pojem je tak presnejší z hľadiska publikovania štatistických dát.

Vymedzenie pojmu „dlh“

Publikovanie dát o verejnom dlhu nie je jednoduché ani po vyriešení otázky o veľkosti sektora a určení inštitucionálnych jednotiek. Väčšina štatistických autorít definuje inštitúciu dlhu relatívne podobným spôsobom. Bloch a Fall (2016) poukazujú na to, že tieto dáta sú zväčša publikované v súlade s metodikami SNA a ESA. Autori dopĺňujú niekoľko hlavných prístupov, menovite maastrichtský dlh, ktorý definuje EÚ v Pakte stability a rastu pre potreby procedúry nadmerného deficitu (EDP); koncept založený na definícii vládnych financií Medzinárodného menového fondu; či dlh používaný v OECD, IMF a Worldbank databáze verejného dlhu, z ktorej čerpá aj tento príspevok. Podľa výkladu IMF (2013) je dlh sumou hodnôt všetkých finančných pasív, ktoré po dlžníkovi vyžadujú úhradu úrokov a istiny veriteľovi k istému dátumu v budúcnosti. S rovnakou definíciou pracuje aj OECD (2017). Výhodou pomerne jednoduchšej definície je, že je použiteľná pre všetky sektory a subsektory ekonomiky uvedené v tabuľke 1. Izák (2015), či Murín (2018a) patria medzi práce, ktoré sa venujú celkovému dlhu ekonomiky, či vzťahmi medzi dlhmi jednotlivých sektorov a pracujú s rovnakou definíciou dlhu pre sektory S.13, S.12, a S.11. Tabuľka 2 zobrazuje zoznam všetkých finančných záväzkov definovaných v metodikách ESA 2010 a SNA 2008 spoločne s ich štandardným označením (1. stĺpec). Rovnaké názvy a označenia druhov finančných pasív používa aj IMF (2013).

Tabuľka 2 Finančné záväzky podľa ESA 2010

Označenie	Slovné pomenovanie
AF.1	zlato a zvláštne práva čerpania (SDR)
AF.2	obeživo a vklady
AF.3	dlhové cenné papiere
AF.4	úvery a pôžičky
AF.5	majetkové cenné papiere
AF.6	poistné, penzijné a štandardizované schémy záruk
AF.7	finančné deriváty
AF.8	ostatné záväzky

Zdroj: Eurostat (2016), vlastné spracovanie

Metodika ESA 2010 priamo neobsahuje definíciu dlhu (Eurostat, 2016). IMF (2013) považuje za dlhové inštrumenty tie finančné záväzky z tabuľky 2, ktoré spĺňajú definičné znaky dlhu. Z toho dôvodu nemôžu byť za dlh považované kategórie AF.5 a AF.7. Majetkové cenné papiere síce predstavujú finančné záväzky, no ich držiteľovi z nich neplynie nárok na výplatu istiny. Podobným spôsobom je možné odôvodniť aj vynechanie finančných derivátov, ktoré tiež nemôžu byť považované za plnohodnotný dlh. Bloch a Fall (2016) poukazujú nato, že AF.5 a AF.7 tvoria vo väčšine krajín len veľmi malý podiel a dokonca nimi niektoré verejné správy ani nedisponujú. Preto sa často vo výskumoch pristupuje k aproximácii celkového dlhu pomocou prístupu založenom na sume celkových finančných záväzkov z bilancie. Suma všetkých finančných záväzkov v tabuľke 2 tak predstavuje koncept dlhu založený na bilančnom prístupe podľa ESA 2010 či SNA 2008.

Pre potreby EÚ, v súlade so zmluvou o založení EÚ, Eurostat (2016) sleduje tzv. maastrichtský dlh. Podľa Matosi et al. (2014) maastrichtský dlh síce vychádza z princípov finančných účtov ESA 2010, no nezohľadňuje všetky finančné inštrumenty. Ich výpočet je užší, ako je výpočet dlhových inštrumentov podľa IMF (2013). Ministerstvo Financíí SR (2018) definuje maastrichtský dlh ako „konsolidovaný súčet všetkých nesplatených záväzkov sektora verejnej správy ku koncu roka v menovitej (nominálnej) hodnote, ktoré vznikli na základe prijatých vkladov, emitovaných cenných papierov iných ako akcie (okrem finančných derivátov) a prijatých pôžičiek, ale zásadne bez záväzkov z nesplatených úrokov.“ Maastrichtský dlh tak predstavuje dlh, ktorý počíta iba s kategóriami AF.2, AF.3 a AF.4.

Z definície maastrichtského dlhu plynie ďalší dôležitý aspekt, ktorý môže komplikovať správne chápanie publikovaných dát verejného dlhu. Jedná sa o problematiku vykázania hodnoty záväzkov. Hodnota finančného aktíva alebo pasíva, obzvlášť pokiaľ jeho obsluha vyžaduje po veriteľovi výplatu úrokov, môže byť sledovaná podľa niekoľkých rôznych hodnôt. Tabuľka 3 zobrazuje výpočet používaných metód. Pri publikovaní dlhových dát pracujú štatistické authority štandardne s menovitou, trhovou a nominálnou hodnotou. Koncepty, vychádzajúce z bilančného prístupu finančných pasív podľa ESA 2010 či SNA 2008, sledujú dlh v trhovej hodnote. Trhová hodnota je taká hodnota, ktorá sa do značnej miery snaží odpovedať na otázku, ak by veriteľ mohol v poslednej dobe odkúpiť všetky konkrétne finančné záväzky na voľnom trhu, aká by bola ich stávajúca hodnota.

Tabuľka 3 Spôsoby ocenenia aktív a pasív

Účtovná hodnota	Hodnota pasív, ktorá je zaznamenaná v oficiálnych účtovných knihách subjektu. Prítom subjekt môže používať menovitú, trhovú alebo nominálnu hodnotu.
Menovitá hodnota	Hodnota, ktorá je uvedená na inštrumente a je čiastkou, ktorú subjekt sľúbil, že zaplatí v čase splatnosti inštrumentu.
Skutočná a trhovú hodnota	Hodnota, za ktorú by mohol byť majetok vymenený alebo záväzok vyrovnaný medzi dvoma oboznámenými, dobre informovanými stranami prostredníctvom dobrovoľnej transakcie. Predstavuje odhad toho, čo by sa dalo dosiahnuť, ak by veriteľ predal finančnú pohľadávku.
Trhová hodnota	Cena, za ktorú bol naposledy kúpený alebo predaný daný inštrument.
Nominálna hodnota	Čiastka, ktorú dlžník dlhuje veriteľovi skladajúca sa z nesplatennej čiastky istiny vrátane akýchkoľvek vzniknutých úrokov.

Zdroj: Bloch a Fall (2016), Eurostat (2016), vlastné spracovanie

Napriek tomu, že maastrichtský dlh býva považovaný za dlh v nominálnej hodnote, v skutočnosti ide o dlh v menovitej hodnote. Túto komplikáciu pravdepodobne spôsobuje nariadenie Rady (ES) 479/2009, ktoré definuje maastrichtský dlh ako dlh podľa konkrétnych finančných pasív v ich nominálnej hodnote. Nominálna hodnota záväzku nezaplateného na konci roka je stanovená nariadením ako jeho menovitá hodnota. Eurostat (2016) upozorňuje, že menovitá a nominálna hodnota nie sú synonymá ani v metodike ESA 2010. Menovitá a nominálna hodnota finančného pasíva budú rovnaké jedine, ak z neho neplynú veriteľom priebežné úrokové platby. Pri obežive a vkladoch (AF.2) sa menovitá, nominálna a trhová hodnota finančného pasíva môže rovnať v prípade bez úročenia.

Dáta dlhu je možné vykázat' v konsolidovanej alebo nekonsolidovanej podobe. Dlh verejnej správy je zvyčajne publikovaný v konsolidovanej podobe (Eurostat, 2016; IMF, 2013). To znamená, že do hodnoty finančných záväzkov nevstupujú tie finančné záväzky, ktoré predstavujú aktíva inej jednotky spadajúcej do daného sektoru. Bloch a Fall (2016) ku konsolidácií uvádzajú, že k nej dochádza preto, aby dáta neboli zaťažené dvojitým účtovaním. Napr. ak ústredná štátna správa (S.1311) poskytne prostriedky miestnej správe (S.1313), jedná sa o dlh S.1313 a nie dlh S.1311. Veľkosť dlhu sektoru verejnej správy (S.13), čiže toho sektoru, ktorý zastrešuje oba skôr menované subsektory, touto transakciou vďaka konsolidácií nebude ovplyvnený.

Doterajší text sa venuje vymedzeniu verejného dlhu iba z pohľadu záväzkov verejného sektora. Nereflektuje fakt, že verejný sektor disponuje rôznymi druhmi aktív. Dlh, ktorý nezohľadňuje majetkovú stranu rozvahy je hrubým dlhom. V príspevku sa pracuje presne s takýmto vymedzením dlhu, rovnako ako napr. Ahlborn a Schweickert (2018), Eberhardta a Presbitera (2015), či Grobéty (2018), či Murín (2018b). Dlhový ukazovateľ, ktorý by zohľadňoval veľkosť finančného alebo nefinančného majetku sektoru verejnej správy, môže byť označený ako čistý dlh. Bloch a Fall (2016) odporúčajú, aby sa do ukazovateľa čistého dlhu počítali iba tie aktíva, ktoré sú na strane pasív zahrnuté do ukazovateľa hrubého dlhu. Potom, ak je sledovaný koncept dlhu podľa prístupu založenom na bilancii finančných účtov, mali by byť sledované všetky finančné pasíva a aktíva. Ak by bol vykazovaný čistý maastrichtský dlh, tak by bol hrubý dlh znížený o hodnotu aktív kategórií AF.2, AF.3 a AF.4 tabuľky 2. Koncept, ktorý od hodnoty všetkých aktív, finančných aj nefinančných, odpočítaval hodnotu finančných záväzkov je konceptom hodnoty čistého majetku verejnej správy. Vo všeobecnosti čistý verejný dlh predstavuje hodnotu všetkých finančných záväzkov verejnej správy zníženú o hodnotu určitých vládnych aktív. Často sa pracuje s najlikvidnejšími finančnými aktívami, aby ukazovateľ čo najvhodnejšie popisoval možné problémy v solventnosti.

Bloch a Fall (2016), Eurostat (2014a), Matosi et al. (2014), či Nieuwenhuyze (2013) tvrdia, že pre problematiku posúdenia fiškálnej pozície, udržateľnosti alebo rizika je pohľad na hrubý dlh nedôsledný. Zhoršenie vo vymenovaných oblastiach spôsobuje tlak na rast marginálnych nákladov dlhu (Ostry, et al. 2015). Existujú krajiny ako napr. Nórsko, v ktorých vláda drží veľké

množstvo aktív. Prípadné riziká nesolventnosti sú v takýchto ekonomikách nízke a to napriek tomu, že ich hrubý dlh k HDP môže byť vysoký. Opodstatnenosť sledovania čistého dlhu zdôrazňujú Matosi et al. (2014) najmä v časoch hospodárskych prepádov, kedy dochádza k nárastu hrubého dlhu, no zároveň narastá aj objem vládnych aktív. Počas poslednej krízy, často dochádzalo k preberaniu záväzkov, či rôznych bankových aktív zo strany vlád. Vlády môžu mať v zlých časoch tendenciu vytvárať (navyšovať) hotovostné a iné rezervy. Z opačného pohľadu, Dvořák (2008) uvádza, že príjmy z privatizácie (pokles aktív verejnej správy) bývajú previazané s poklesom hrubého dlhu.

Čistý dlh môže v rôznych analýzach poskytovať lepšie informácie o stave, či skôr kvalite, zadĺženia verejnej správy ako ukazovateľ hrubého dlhu. Avšak vykazovanie čistého dlhu vytvára niekoľko kritických momentov, ktoré buď komplikujú porovnateľnosť dát medzi krajinami alebo dokonca znehodnocujú pozitíva z neho plynúce. Jedná sa napr. o kvalitu, či likvidnosť vládnych aktív, ktorá môže byť rôzna, či ťažko merateľná. Vzniká tak otázka, či nejakým spôsobom vážiť aktíva ich rizikovosťou. Stanovenie hodnoty aktíva tak bude náročnejšie, ako v prípade záväzku. Koncept čistého dlhu je v porovnaní s hrubým dlhom ešte náchylnejší na poruchy vykazovania dát zo strany tej hospodárskej authority, ktorá môže mať záujem na vykazovaní lepších hodnôt, ako v skutočnosti dosahuje. Najväčším nedostatkom konceptu čistého dlhu je jeho nejednoznačná metodická definícia a problematickosť s rôznou likviditou aktív verejnej správy, vďaka ktorej dva rovnako vysoké čisté dlhy nemusia generovať rovnakú solventnosť či dlhodobú udržateľnosť alebo fiškálne riziká. Najmä pre tieto dôvody sa príspevok zameriava iba na hrubý dlh verejnej správy Slovenska a Česka.

III. Vývoj verejného dlhu v Českej republike a na Slovensku

V predchádzajúcej časti príspevku bolo poukázané na zložitosť vykazovania dát o verejnom dlhu. Pre objem kombinácií, ktoré môžu vzniknúť, je naozaj dôležité na začiatku akejkoľvek analýzy aspoň čiastočne odprezentovať metadáta verejného dlhu. V tomto príspevku pracujeme s verejným dlhom ako so sumou nominálnych hodnôt finančných pasív z tabuľky 2, okrem AF.5 a AF.7, sektoru verejnej správy v konsolidovanej podobe. Zdrojom dát o verejnom dlhu je databáza dlhu verejného sektora, ktorá bola zostavená pod dohľadom pracovnej skupiny finančnej štatistiky Svetovou bankou a zobrazuje podrobné štatistiky o veľkosti a štruktúre verejného dlhu (OECD, 2018). Dáta o veľkosti populácie boli získané z prospektov svetovej populácie 2017 publikovaných Organizáciou Spojených národov (UN, 2017) a zvyšné dáta z databázy OECD.Stats.

I keď je dominantná pozornosť venovaná Českej republike a Slovensku, pracujeme aj s referenčnou skupinou 27 krajín OECD.⁴ Jedná sa o krajiny, ktoré majú disponibilný dostatok pozorovaní v čase. Časové rady OECD vznikli ako vážený priemer, kde matica váh vznikla ako podiel HDP krajiny v danom roku na celkovom HDP všetkých krajín v danom roku. To znamená, že váha každej krajiny sa v každom roku môže meniť, v závislosti od jej relatívneho výkonu.

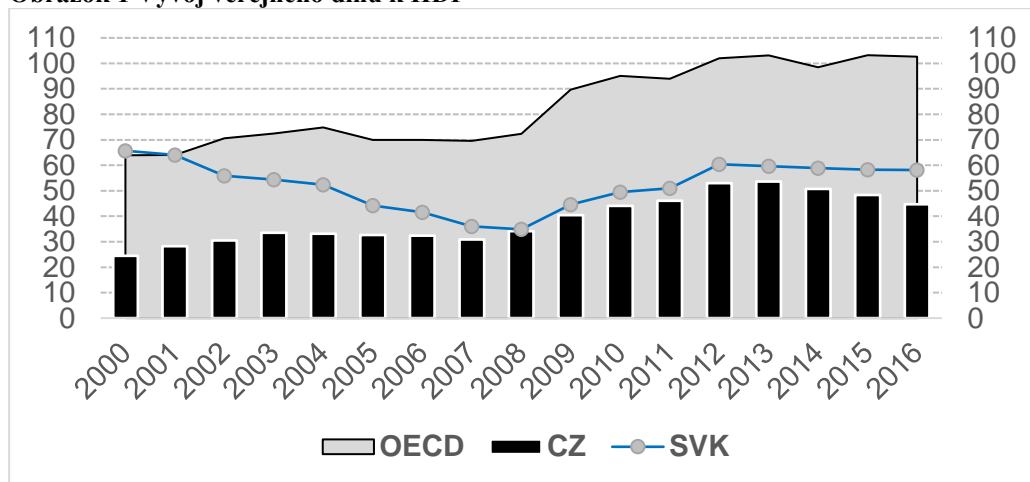
Ukazovateľom verejného dlhu je v nasledujúcom texte dlhová kvóta, t. j. pomerom verejného dlhu na HDP. V súvislosti s definíciou dlhu uvedenou vyššie je nutné poznamenať, že pre Českú a Slovenskú republiku je sledovaný dlh vždy vyšší ako maastrichtský dlh.

Obrázok 1 zobrazuje vývoj dlhovej kvóty v Českej republike (ČR), na Slovensku (SVK) a celej vzorky OECD od roku 2000 do roku 2016. Je nevyhnutné uviesť, že dáta pre SVK sú v databáze dlhu verejného sektora dostupné od roku 2006. Roky 2000 až 2005 boli doplnené z ročných finančných účtov sektoru verejnej správy (Eurostat, 2019) v súlade s definíciou dlhu uvedenou

⁴ Austrália, Belgicko, Česká republika, Dánsko, Estónsko, Fínsko, Francúzsko, Grécko, Holandsko, Írsko, Kanada, Lotyšsko, Luxembursko, Maďarsko, Mexiko, Nemecko, Nórsko, Poľsko, Portugalsko, Rakúsko, Slovensko, Španielsko, Švajčiarsko, Švédsko, Taliansko, USA a Veľká Británia.

vyššie. Porovnaním hodnôt, ktoré boli dostupné z oboch zdrojov, t. j. hodnoty po roku 2006, bolo zistené, že medzi veľkosťou finančných záväzkov podľa ESA 2010 a dlhom v obrázku boli rozdiely. V priemere išlo o 2,6 p. b. Rozdiely vznikli z dôvodu odlišného ocenenia pasív. Kým v databáze dlhu verejného sektora sú hodnoty zaznamenávané v nominálnej hodnote, hodnoty pasív vládneho finančného účtu zostavené podľa ESA 2010 sú vykazované v trhovej hodnote. Vývoj Slovenska do roku 2005 vrátane je ilustratívny, pretože neposkytuje hodnoty úplne konzistentné s ČR alebo OECD.

Obrázok 1 Vývoj verejného dlhu k HDP



Zdroj: Vlastné spracovanie

Z vývoja dlhovej kvóty v obrázku je vidieť viac menej všeobecne známou skutočnosť, a tou je citlivosť verejného dlhu na finančnú a hospodársku krízu (Reinhart et al., 2015). Tá sa najvýraznejšie prejavila rapídny nárastom v roku 2009. Percentuálna zmena dlhu k HDP medzi rokmi 2008 a 2009 vo vzorke OECD bola približne 23,9 %, v ČR 18,4 % a na Slovensku 27,8 %. Kvóta pre OECD v roku 2009 vrátila na úroveň 89,7 % k HDP. Rovnaký ukazovateľ dosiahol v ČR hodnotu 40,4 % a na SVK 44,5 %.

Zmena verejného dlhu súvisiaca s krízou sa do roku 2010 najvýraznejšie prejavovala na SVK. Dlhová kvóta tu od roku 2008 narástla až o takmer 42 % (ČR 29 %, OECD 31 %). Takýto dynamický vývoj zadĺženia viedol na SVK k politickému tlaku, ktorý v roku 2011 vyústil k prijatiu dlhovej brzdy. Dlhová brзда je inštitútu účinný v slovenskej legislatíve od marca 2012 a jej cieľom je pozitívne pôsobiť na obozretnosť slovenských vlád. Napriek tomu, že v roku 2012 bola dlhová brзда účinná, došlo k ďalšiemu výraznému nárastu dlhovej kvóty. Je však dôležité uviesť, že okrem deficitného financovania (4,2 % k HDP) a vytvorenia značnej hotovostnej rezervy (3,9 % k HDP), bolo za vývojom z roku 2012 podľa ARDAL (2019) aj zapojenie SVK do garančných mechanizmov EFSF (European Financial Stability Facility) a ESM (European Stability Mechanism).

ČR síce v mechanizmoch EFSF a ESM zapojená je, no nedisponuje v nich podielom na základom imaní ako SVK. Napriek tomu dlhová kvóta ČR v roku 2012 zaznamenala 14,8% nárast. Vrchol relatívnej zadĺženosti českej vlády (53,7 %) nastal o rok neskôr ako na SVK, t. j. v roku 2013. Po tomto roku klesal pomer dlhu k HDP v priemere o 5,9 % ročne, čiže o 5 p. b. rýchlejšie ako v prípade SVK.

Vývoj dlhu v referenčnej skupine OECD je oproti ČR a SVK odlišný najmä v tom, že rastúci trend sa prejavuje v celej rade s výnimkami, ktoré nastali v rokoch 2005, 2007, 2014 a 2016. Odlišné, okrem vývoja, sú aj samotné hodnoty dlhovej kvóty. Priemerný rozdiel medzi OECD a ČR bol v období od 2006 až 2016 47,5 percentuálnych bodov (p. b.). Vzdialenosť priemernej dlhovej kvóty SVK od OECD dosahovala 40,7 p. b. V poslednom pozorovanom roku dosiahol

verejný dlh na SVK 58,2 % HDP, čo znamená, že tvoril 56,7% podiel voči veľkosti OECD v rovnakom roku. Dlhová kvóta v ČR bola v roku 2016 mierne cez 44,6 % a v porovnaní s OECD sa jedná o 43,5 %. Obe ekonomiky sú na tom lepšie ako OECD. Česká republika je na základe prezentovaných skutočností ekonomikou s menšou relatívnou veľkosťou dlhu. SVK síce prechádzalo do roku 2008 výrazným oddlžovaním, no po prepuknutí krízy do reálnej ekonomiky sa dynamika dlhovej kvóty zmenila.

Kotlán a Machová (2012) upozorňujú na problémy súvisiace s ukazovateľmi, ktoré sú vzťahované k HDP. Aj Reinhart et al. (2015) tvrdia, že pre vývoj dlhovej kvóty je najpodstatnejším determinantom práve HDP a jeho zmeny. Z týchto dôvodov bola zostavená tabuľka 4. Tabuľka 4 predstavuje vývoj verejného dlhu na osobu v stálych cenách roku 2010. Hodnoty sú prepočítané podľa stáleho kurzu a sú v amerických dolároch (USD). Zvýraznené čísla znamenajú vrchol v danej časovej rade.

Tabuľka 4 Spôsoby ocenenia aktív a pasív

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SVK	5699	5806	7001	8147	8691	10448	10462	10614	10913	11222
ČR	6215	6972	7810	8687	9276	10552	10642	10314	10336	9760
OECD	27316	28258	33603	36236	36250	39526	40193	38968	41652	41917

Zdroj: vlastné spracovanie

Kým podľa kvóty je na tom SVK v celom období horšie ako ČR, podľa ukazovateľa reálneho HDP na osobu to do roku 2014 neplatí. Dlh na osobu bol v roku 2007 na SVK 5699 USD. Od roku 2007 neprestajne rastie až na 11222 USD v roku 2016. Pri sledovaní percentuálnych zmien je zaujímavé, že v roku 2009 v súvislosti s krízou narástol dlh SVK „iba“ o 20,6 %. Ďalšie rapídne zvýšenie v roku 2012 bolo len o trochu pomalšie (20,2 %). Dlh verejnej správy ČR v roku 2007 dosahoval 6215 USD na osobu. Maximálnu hodnotu dosiahol v roku 2013 (10642 USD) a jednalo sa o posledný rok, kedy bolo zadlženie na osobu v ČR vyššie ako SVK. Veľkosť ukazovateľa v roku 2016 dosiahla 9760 USD, čo je približne 87 % z hodnoty zadlženia na osobu na SVK. Dynamika českého dlhu na osobu je v čase krízy rozdielna od SVK. Nárast dlhu v roku 2009 bol 12%, no o 12,2 % sa zvýšil o rok skôr a v roku 2010 narástol o ďalších 11,2 %. Zaujímavé je, že podľa stálej dolárovej hodnoty dlhu na osobu narástol ten český v roku 2012 o 13,8 %. Síce aj dlhová kvóta v roku 2012 rástla, no v porovnaní s percentuálnou zmenou počas krízy, nie tak výrazne ako v tabuľke 4. Za predpokladu relatívne nemennej veľkosti populácie, vývoj posledných 4 hodnôt SVK a ČR naznačuje spolu s obrázkom 1 zaujímavý záver. Dlhová kvóta SVK klesala, no tento pokles nebol spôsobený poklesom reálnej hodnoty dlhu. Ekonomika musela rásť rýchlejšie, ako prirastal dlh. Naproti tomu česká kvóta od roku 2013 pomerne výrazne klesala, čomu prispelo aj postupné znižovanie veľkosti reálneho dlhu. Obe ekonomiky v rokoch 2013 až 2016 zažívali iba miernu úroveň inflácie.

V prípade OECD je možné poukázať na podobné závery ako v analýze kvóty, avšak s dvoma podstatnými rozdielmi. Prvým rozdielom je vývoj v čase. Kým kvóta klesala od roku 2007 tri krát, veľkosť dlh v USD na osobu poklesla iba v roku 2014. Maximálna hodnota pre OECD bola hodnotou z roku 2016 (41917 USD). Druhý rozdiel vychádza z komparácie OECD, ČR a SVK. Maximálna hodnota OECD v porovnaní s maximami ČR a SVK je obrovská. Najvyššia hodnota SVK (rok 2016) dosahuje iba 26,8 % najvyššej hodnoty OECD. Podiel maximálnej hodnoty ČR (rok 2013) bol ešte nižší a rovnal sa 25,4 %. Ak by pre ČR nebolo porovnávané maximum, ale posledný rok, tak dlh na osobu je len na úrovni 23,3 % dlhu OECD. Takéto rozdiely dlhová kvóta nedetegovala. Druhý zaujímavý záver, získame z porovnania dynamiky dlhu na osobu a dlhovej kvóty medzi rokmi 2007 a 2016. Kvóta narástla o 47,4 % v OECD, 44,4 % v ČR a 61,3 % na SVK. Dlh na osobu narástol v rovnakom období, t. j. od roku 2007 do roku 2016 o 53,5 % v OECD, 57 % v ČR a o 96,9 % na SVK. Dynamika dlhu slovenskej verejnej správy bola najvýraznejšia aj podľa kvóty aj podľa dlhu na osobu. SVK ekonomika

prežila v roku 2009 výraznú recesiú. Od tohto roku rástla. Ak je vo výpočte zohľadnená táto skutočnosť a sleduje sa iba vývoj medzi rokmi 2009 a 2016, tak relatívna zmena dlhu na osobu bola 60,3 %. V porovnaní s vývojom slovenskej ekonomiky medzi týmito rokmi odкрýva tento nárast krehkosť dlhovej kvóty. Je otázne, ako sa bude vyvíjať dlh SVK, ak by ekonomika výraznejšie spomalila a takisto, do akej miery je dlh udržateľný, keď ani v dobrých časoch nedochádzalo k jeho zníženiu. ČR v tomto smere nepredstavuje tak výrazný problém. Jej dlh na hlavu medzi rokmi 2009 až 2016 narástol o 25 %. Navyše, česká ekonomika prežívala krízu a problémy s obnovením rastu hospodárstva po dlhšiu dobu ako SVK.

IV. Dlhové správanie vlád v Českej republike a na Slovensku

Pre vysvetlenie dlhového správania vlád SVK a ČR je nutné sledovať väčšie množstvo ukazovateľov ako len vývoj dlhu. Vychádzajúc zo znalostí problematiky dlhodobej udržateľnosti dlhu a jej konkrétnych analytických nástrojov, sú pre dlhovú dynamiku nesmierne dôležitými faktormi tempo rastu produkcie, úroková miera, diferenciál medzi tempom rastu produkcie a úrokovou mierou a fiškálna bilancia, resp. primárna fiškálna bilancia. V neposlednej rade je dôležitým faktorom SFA. V tomto príspevku vysvetlenie správania vlád, pozostáva z analýzy zmien dlhu. Weber (2012) pre potreby sledovania zmien verejného dlhu používa nasledujúce výrazy:

$$\frac{Debt_t - Debt_{t-1}}{NHDP_t} = \frac{Def}{NHDP_t} + \frac{SFA}{NHDP_t} \quad (1)$$

kde $Debt$ je veľkosť dlhu, $NHDP$ je nominálne HDP, Def je veľkosť deficitu, teda platí, že kladné hodnoty znamenajú deficit a záporné prebytok, SFA je veľkosť stock-flow adjustment, parameter t definovaný ako diskretný čas, resp. konkrétny rok.

Tvar (1) je tvarom, s ktorým tiež pracuje Eurostat (2018) pri publikovaní dát v databáze vládnych finančných štatistik. Výraz (1) Weber (2012) upravuje do tvaru, ktorý zachytáva zmenu dlhovej kvóty a rozdeľuje deficit na primárny deficit a príspevok platených úrokov z dlhu:

$$\begin{aligned} & \frac{Debt_t}{NHDP_t} - \frac{Debt_{t-1}}{NHDP_{t-1}} \\ &= \frac{(i_t - g_t) Debt_{t-1}}{(1 + g_t) NHDP_{t-1}} + \frac{Prim_t}{NHDP_t} + \frac{SFA}{NHDP_t} \end{aligned} \quad (2)$$

kde i je efektívna nominálna úroková miera z dlhu, v nasledujúcom texte aproximovaná pomocou dlhodobej úrokovej miery používanej pre posúdenie konvergenčného kritéria úrokovej miery, g je tempo medziročnej zmeny nominálneho HDP, $Prim$ je veľkosť primárneho deficitu, t. j. deficitu zníženého o platené úroky z verejného dlhu. Výraz $\frac{(i_t - g_t)}{(1 + g_t)}$ je úrokovo-rastovým diferenciálom. Úrokovo-rastový diferenciál definuje význam rastu produktu v znižovaní dlhovej kvóty. Ak tempo rastu produktu prevyšuje úrokovú mieru z dlhu, potom dlhová kvóta bude klesať aj v situácii vyrovnanej primárnej bilancie. Reinhart et al. (2015) zaraďujú negatívny rozdiel medzi úrokovou mierou a ekonomickým rastom k ortodoxným spôsobom znižovania podielu vládneho dlhu k HDP, avšak upozorňujú, že nízke úrokové miery vládnych obligácií sú často dôsledkom existujúcich finančných regulácií.⁵

⁵ Napr. zo strany zásahov centrálnych bank, alebo z titulu existujúcich legislatívnych pravidiel, ktoré bránia súkromnému finančnému sektoru fungovať optimálne. Vládne obligácie, pokiaľ nedochádza k ťažkostiam podobným v Grécku, predstavujú vysoko likvidné, bezrizikové aktíva. Nemajú konkurenciu z pohľadu rizikovosti na strane súkromných cenných papierov (Grobéty, 2018).

Tabuľka 5 prezentuje výsledky rozboru zmeny dlhovej kvóty podľa tvaru (2). Jednotlivé názvy riadkov v tabuľke znamenajú nasledovné. Zmena dlhu je medziročná zmena dlhovej kvóty, diferenciál je definovaný pomocou tvaru (2) ako násobok úrokovno-rastového diferenciálu daného roku a dlhu k HDP roku predchádzajúceho, prim. def. je v podstate $\frac{Prim_t}{NHDP_t}$ z tvaru (2), ktorý vznikol ako rozdiel medzi celkovým deficitom a veľkosťou platených úrokov na úrovni sektoru verejnej správy, SFA predstavuje rezíduum vzniknuté po odčítaní diferenciálu a primárneho deficitu od veľkosti zmeny dlhu.

Tabuľka 5 Rozbor zmien dlhovej kvóty v % HDP

SVK	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Priemer
Zmena dlhu	-5,51	-1,22	9,68	4,91	1,55	9,40	-0,73	-0,69	-0,73	-0,08	1,66
Diferenciál	-2,80	-1,29	4,19	-0,71	-0,05	0,80	0,69	-0,30	-1,77	-1,19	-0,24
Prim. def.	0,5	1,1	6,4	6,2	2,8	2,5	0,8	0,8	0,9	0,6	2,26
SFA	-3,20	-1,03	-0,90	-0,58	-1,20	6,10	-2,22	-1,19	0,14	0,51	-0,36
ČR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Priemer
Zmena dlhu	-1,43	3,21	6,27	3,65	2,07	6,83	0,72	-2,96	-2,37	-3,69	1,23
Diferenciál	-1,48	-0,05	2,50	1,23	0,83	0,98	0,61	-1,88	-2,84	-1,55	-0,16
Prim. def.	-0,4	1	4,3	2,9	1,4	2,5	-0,1	0,8	-0,5	-1,6	1,03
SFA	0,46	2,25	-0,54	-0,48	-0,15	3,36	0,20	-1,88	0,97	-0,55	0,36
OECD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Priemer
Zmena dlhu	-0,36	2,76	17,29	5,39	-1,08	8,04	1,13	-4,72	4,78	-0,61	3,26
Diferenciál	-0,44	0,99	4,63	-0,35	-0,23	-0,01	0,12	-1,10	-1,49	-1,81	0,03
Prim. def.	-1,26	1,13	5,78	5,36	3,75	2,84	1,15	0,72	0,50	0,42	2,04
SFA	1,34	0,63	6,88	0,38	-4,60	5,21	-0,13	-4,34	5,77	0,79	1,19

Zdroj: vlastné spracovanie

Z výsledkov uvedených v tabuľke 5 plynie, že dlhové správanie SVK je odlišné od ČR aj OECD. Vláda SVK nebola schopná ani v najlepšom sledovanom období podľa tempa rastu produktu (rok 2007) vytvoriť primárny prebytok. Naproti tomu OECD vytvorila primárny prebytok aspoň v roku 2007 a ČR dokonca v rokoch 2007, 2013, 2015 a 2016. Neschopnosť SVK vlády prispievať k znižovaniu dlhu prostredníctvom rozpočtu nezaťaženom nákladmi dlhu v sledovanom období potvrdzuje aj priemerná hodnota primárneho deficitu. Priemer deficitu k HDP (2,26) je najvyšší zo všetkých troch priestorových jednotiek. Naopak najnižší priemerný deficit dosiahla ČR (1,03). Priemer celej vzorky OECD je na úrovni 2,04 % k HDP. Diferencia medzi priemerom SVK a OECD na prvý pohľad nie je výrazná, avšak pri uvážení priemernej zmeny dlhovej kvóty, kedy SVK narastal dlh priemerne o 1,66 a v OECD o 3,26 % k HDP.

To, že SVK dlhová kvóta v porovnaní s OECD narastala v priemere každoročne tak pomaly napriek horším výsledkom primárneho deficitu, bolo spôsobené dvoma faktormi. Prvým faktorom je rozdiel v príspevkoch úrokového diferenciálu. Vďaka zápornému rozdielu medzi úrokovou sadzbou a tempom rastu produktu klesol SVK dlh každoročne v priemere o 0,24 % k HDP. Diferenciál v OECD spôsobil každoročne navýšenie dlhu o 0,03 % k HDP. Vďaka makroekonomickému prostrediu mohla klesať aj ČR kvóta. Jednalo sa o priemerný pokles na úrovni 0,16 % k HDP. Z hodnôt diferenciálu z tabuľky 5 tak vyplýva, že makroekonomické prostredie v sledovanom období najvhodnejšie pôsobilo na vývoj dlhovej kvóty na SVK. Reinhart et al. (2015) považujú vysoké tempá rastu a nízke úrokové miery za jeden z najdôležitejších činiteľov poklesu pomeru verejného dlhu k HDP. V praxi je bežne sa vyskytujúcim, kedy napr. maastrichtské kritéria v bodoch deficitu a verejného dlhu vychádzajú z pozitívneho rozdielu medzi rastom a úrokovou sadzbou. Jedine v takom prípade je pri 3 % deficite možné zabezpečiť dlhodobú udržateľnosť verejných financií (Benassy-Quéré et al., 2010).

Druhým faktorom, ktorý spôsobil, že dlh SVK rástol pomalšie ako OECD aj napriek tomu, že primárne deficity SVK boli vyššie, sú rozdiely v SFA. Priemerné slovenské SFA bolo na úrovni -0,36, to znamená, že vďaka zmene stavu aktív, úpravám, či štatistickej diskrepancií klesla

dlhová kvóta na SVK v priemere o 0,36 % k HDP. Eurostat (2018, 2014b) uvádza, že v rokoch 2014 až 2017 šlo u SVK hlavne o čistý pokles aktív a rozdiely vzniknuté vďaka odlišnosti účtovných postupov pri vykazovaní fiškálnej bilancie, vychádzajúcej z aktuálneho princípu (Eurostat, 2013) a skutočných hotovostných tokov, ktoré nie vždy bezprostredne súvisia s obdobím ich vzniku. Česká priemerná ročná veľkosť SFA dosiahla veľkosti 0,36. Veľkosť SFA bolo spôsobené najmä prostredníctvom čistého nadobudnutia finančného majetku a účtovného prispôsobenia podobnému tomu slovenskému. Rozdielnosť plynie napr. z kurzových intervencií, ktoré realizovala ČNB od novembra roku 2013. Tie prispeli k navýšeniu SFA o 0,5 % k HDP (Eurostat, 2014b). Krajiny OECD ako celok mali odhadnuté priemerné SFA na úrovni 1,19 % k HDP, čo je v porovnaní s hodnotami SVK a ČR výrazne väčší príspevok. Jedná sa o predvídateľný stav, nakoľko vzorka obsahuje ekonomiky, ktoré museli riešiť hospodársku a dlhovú krízu sanáciou súkromných bánk, či odkupom súkromných aktív, vid' napr. Írsko alebo Grécko (Eurostat, 2014b).

Z pohľadu Webera (2012) je vhodné, aby priemerné hodnoty SFA boli v dostatočne dlhom čase rovné nule. Jedná sa o objektívny dôsledok rozdielnych hotovostných potrieb vlády v čase, ktoré nereflektujú aktuálny princíp používaný v rozpočte, alebo vychádzajú z očakávaní vlády o budúcich potrebách financovania, ktoré by mali súmerne kolísať prostredníctvom tvorby hotovostných rezerv a ich rozpúšťania v čase a závislosti od hospodárskeho cyklu. Z tohto hľadiska je pozitívne, že priemerné SFA v ČR a na SVK boli blízke nule. Je tak možné dlhové správanie SVK a ČR považovať za transparentné. Obe krajiny realizovali najväčšie mimorozpočtové zmeny prostredníctvom zmien obeživa a depozít (AF.2). Vzhľadom na charakteristiku sledovaného obdobia by malo byť zrejmé, že v časoch nízkych úrokových mier stúpa ochota vlády vytvárať hotovostné rezervy, ktoré sú použiteľné v obdobiach zvýšených hotovostných nárokov, či nákladov na dodatočné, dopredu neočakávané financovanie. Takéto operácie sa zo svojej podstaty nemôžu zachytiť v rozpočtovom účte, ktorý je zostavený podľa pravidiel metodiky ESA 2010, či SNA 2008. Značnou výhodou uvedených finančných operácií je, že môžu prispievať k znižovaniu fiškálnych rizík a zároveň umožňujú pokles nákladov financovania dlhu, čo Missale (2002) považuje za dva hlavné ciele efektívneho dlhového managementu.

V. Záver

Verejný dlh a jeho vývoj púta veľkú pozornosť už viac ako desaťročie. Viaceré vyspelé ekonomiky sveta prežili vďaka hospodárskej kríze aj krízu verejného dlhu. Je zrejmé, že dlhová kvóta je citlivá na hospodársky cyklus a v časoch ekonomických problémov môže s väčšou pravdepodobnosťou rásť, ako by mala klesať. Objavujú sa však názory aj o opačnej kauzalite. Podľa týchto názorov môže verejný dlh ovplyvniť vývoj ekonomiky, čo dáva téme ešte väčší význam. V empirických príspevkoch sa málokedy venuje dostatočný priestor adekvátnemu vymedzeniu verejného dlhu. Ako ukazuje príspevok v druhej kapitole, nejedná sa o jednoduchú úlohu. Za verejný dlh považujeme sumu nominálnych hodnôt dlhových finančných záväzkov sektoru verejnej správy v konsolidovanej podobe.

Z hľadiska vývoja verejného dlhu vo vyspelých ekonomikách v poslednom desaťročí je dôležité sledovať dlhovú dynamiku a hľadať príčiny takého vývoja. V tomto príspevku sa zameriavam na Slovensko a Českú republiku v rokoch 2007 až 2016. Cieľom práce bolo popísať zmeny verejného dlhu v Českej a Slovenskej republike v pokrízovom období. Na základe tohto popisu vytvoriť závery o dlhovom správaní Českej a Slovenskej vlády. Pre posúdenie dlhového správania bola okrem vývoja dlhovej kvóty a reálnej hodnoty dlhu na osobu sledovaná najmä dynamika vývoja dlhovej kvóty a jej rozklad na základné determinanty. Konkrétne sa jednalo primárny deficit, príspevok diferenciálu medzi efektívnou úrokovou mierou a tempom rastu nominálneho produktu a SFA. Z vykonanej analýzy plynie že aj slovenská aj

česká veľkosť verejného dlhu ani z ďaleka nedosahuje priemerných hodnôt OECD. Česká aj Slovenská republika je tak z pohľadu veľkosti dlhu na dobrej pozícii. Avšak pri skúmaní dynamiky dlhu to neplatí pre Slovensko. V porovnaní s Českou republikou, ktorá po roku 2013 dokázala znižovať, nie len dlhovú kvótu, ale aj hodnotu dlhu na osobu. Naproti tomu hodnota dlhu na osobu na Slovensku rástla v celom sledovanom období. Pokles slovenskej dlhovej kvóty v posledných rokoch sa dá pripísať priaznivému hospodárskemu vývoju. Príspevok identifikuje pomerne nebezpečné dlhové správanie sa slovenských vlád. Slovensko, ani v časoch najväčšej hospodárskej prosperity nebolo schopné vytvoriť primárne prebytky. Pri poklesoch dlhovej kvóty sa jednoznačne spolieha na priaznivý hospodársky vývoj, vďaka ktorému zásoba dlhu rastie pomalšie, ako nominálna produkcia. Naopak, Česká republika bola schopná priaznivý ekonomický vývoj pretaviť aj do vytvorenia primárnych prebytkov. Bez nutnosti hlbšieho posúdenia by malo platiť, že štrukturálne nastavenie verejných financií je na Slovensku horšie ako v Česku. V prípade spomalenia ekonomiky, tak môžu Slovensku hroziť pravdepodobne väčšie fiškálne problémy ako Českej republike. Slovenská vláda by mala začať aktívne riešiť štrukturálne nastavenie výdavkov a príjmov. Bez aktívneho prístupu hrozí, že verejný dlh bude v budúcnosti na Slovensku veľkým problémom.

Financovanie

Tento článok vznikol s finančnou podporou z projektu špecifického výskumu Masarykovej univerzity MUNI/A/1131/2018 s názvom Čo robia politici zle? Vybrané problémy verejných financií vo vzťahu k ekonomickému rastu vyspelých krajín sveta.

Literatúra

- Adam, C. S., Bevan, D. L. (2005). Fiscal deficits and Growth in Developing Countries. *Journal of Public Economics*, 89(4), 571-597.
- Ahlborn, M., Schweickert, R (2018). Public Debt and Economic Growth – Economic Systems Matter. *International Economics and Economic Policy*, 15(2), 373-403.
- ARDAL. *Stratégia riadenia štátneho dlhu pre roky 2015 až 2018*. Dostupné z <https://www.ardal.sk/sk/o-nas/strategia-riadenia-dlhu> (19.04.2019).
- Bacchiocchi, E., Borghi, E., Missale, A. (2011). Public Investment under Fiscal Constraints. *Fiscal Studies*, 32(1), 11-42.
- Bénassy-Quéré, A., Coeure, B., Jacquet P., Pisani-Ferry, J. (2010). *Economic policy: theory and practice*. Oxford: Oxford University Press.
- Bloch, D., Fall, F. (2016). Government Debt Indicators: Understanding the Data. *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, 7(1), 1-28.
- Brauninger, M. (2005). The Budget Deficit, Public Debt, and Endogenous Growth. *Journal of Public Economic Theory*, 7(5), 827-840.
- Dvořák, P. (2008). *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Praha: C.H.Beck.
- Eberhardt, M., Presbitero, A. F. (2015). Public Debt and Growth: Heterogeneity and Non-Linearity. *Journal of International Economics*, 97(1), 45-58.
- Eurostat (2013). *European System of Accounts: ESA 2010* [online]. Luxembourg: Publications Office of the European Union. 2013.
- Eurostat (2014a). *Measuring net government debt: theory and practice - 2014 edition*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.

Eurostat (2014b). *Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States, the euro area and the EU28 for the period 2010-2013, as reported in the October 2014 EDP notification*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.

Eurostat (2016). *Manual on Government Deficit and Debt: Implementation of ESA 2010*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.

Eurostat (2018). *Stock-flow adjustment for the Member States, the euro area (EA-19) and the EU-28, for the period 2014-2017, as reported in the October 2018 EDP notification*. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2018.

Greiner, A. (2013a). Debt and Growth is There a Non-Monotonic Relation? *Economics Bulletin*, 33(1), 340-347.

Grobéty, M. (2018). Government Debt and Growth: The Role of Liquidity. *Journal of International Money and Finance*, 83, 1-22.

Kotlán, I., Machová, Z. (2012). Vliv zdanění korporací na ekonomický růst: selhání daňové kvóty? *Politická ekonomie*. 60(6), 743-763.

Matos, J. C., Branco, S., Morais, F. (2014). Conceptual issues related to the definition of government debt. Issues, 1.1. Dostupné z https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/documentos-relacionados/intervpub20150728_paper.pdf (02. 04. 2019).

Missale, A. (2002). *Public debt management*. Oxford: Oxford University Press.

Múčka, Z. (2019). The Mirror Does Not Lie: Endogenous Fiscal Limits for Slovakia. Council for Budget Responsibility Working Paper No. 2/2019. Dostupné z https://www.rozpoctovarada.sk/download2/cbr_wp_02_2019.pdf (29. 04. 2019).

Múčka, Z., Ódor, L. (2018). Optimal Sovereign Debt Case of Slovakia. Council for Budget Responsibility Working Paper No. 3/2018, 2018. Dostupní z https://www.rozpoctovarada.sk/download2/cbr_wp_03_2018.pdf (29. 04. 2019).

Murín, M. (2018a). The Real Effects of Shifts between Public and Private Debt. In: Nálepová, V. (ed.). *Proceedings of the International Scientific Conference ECONOMIC AND SOCIAL POLICY*. Ostrava: Vysoká škola sociálně správná, 269-277.

Murín, M (2018b). Vplyv verejného dlhu a jeho štruktúry na ekonomického rast vybraných vyspelých krajín. *Politická ekonomie*, 66(2), 178-200.

NBS (2015). *Sektorový manuál*. Dostupné z http://www.nbs.sk/_img/Documents/STATIST/MET/sekt_man.pdf (30.04.2019).

Nieuwenhuyze, CH. V (2013). Debt, Assets, and Imbalances in the Euro Area: An Aggregate View. *Applied Economics Quarterly*, 59(3), 209–233.

OECD (2017). Government at a Glance 2017. *OECDiLibrary*. Available from: https://www.oecd-ilibrary.org/governance/government-at-a-glance-2017_gov_glance-2017-en (03.05.2019).

OECD (2018). *Public Sector Debt – Instructions*. Dostupní z https://www.oecd.org/statistics/data-collection/Public%20sector%20Debt_guidelines.pdf (02. 05. 2019).

Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Espinoza, R. (2015). *When Should Public Debt Be Reduced?* IMF Discussion Note No. SDN/15/10. Available from: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1510.pdf> (30.04.2019).

Reinhart, C. M., Reinhart, V., Rogoff, K. S. (2015). Dealing with Debt. *Journal of International Economics*, 96(1), S43-S55.

Saint-Paul, G (1992). Fiscal policy in an endogenous growth model. *Quarterly Journal of Economics*, 107(4), 1243-1259.

Štatistický úrad SR (2015). *Nová metodika pre národné účty - ESA 2010*. Dostupné z https://slovak.statistics.sk/wps/portal/ext/metadata/esa2010!/ut/p/z1/04_Sj9CPykssy0xPLMnMz0vMAfIjo8ziA809LZycDB0NDHy9nQ08jT09Ap0cgwwNzEz0w8EKnn0dPUzMfQwMLHzcTQ08HT1CgywDjY0NHI31o4jRb4ADObOQpx-Pgij8xofrR-G1wtMEqgCfFwlZUpAbGhphkOkJAIQHM2Q!/dz/d5/L2dJQSEvUUt3QS80TmxFL1o2X1ZMUDhCQjFBMDhTTzgwQUM0VINETkkwOVMx/ (29. 04. 2019).

TASR (2019). Danko: Musíme zdvihnúť životnú úroveň Slovákov. 30 rokov sa tu žije z toho, čo sa vytvorilo v komunizme. *Hospodárske noviny*. Dostupné z <https://slovensko.hnonline.sk/1932413-danko-musime-zdvihnute-zivotnu-uroven-slovakov-30-rokov-sa-tu-zije-z-toho-co-sa-vytvorilo-v-komunizme> (28. 04. 2019).

Teles, V. K., Mussolini, C. C. (2014). Public Debt and the Limits of Fiscal Policy to Increase Economic Growth. *European Economic Review*, 66, 1-15.

Vebrová, L., Rybáček, V. (2014). How to Read Government Deficit and Debt. *Statistika*, 94(3), 32-46.

Weber, A. (2012). Stock-Flow Adjustments and Fiscal Transparency: A Cross-Country Comparison. IMF Working Paper No. WP/12/39. Washington DC: International Monetary Fund. Available from: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Stock-Flow-Adjustments-and-Fiscal-Transparency-A-Cross-Country-Comparison-25692> (05. 05. 2019).

